

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

INSTRUMENTOS DE CAPTAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO

PAULA MASCARENHAS COTRIM

Matrícula nº 108014987

ORIENTADOR: Prof. Nelson Chalfun Homsy

COORIENTADOR: Prof. Luiz Alberto Pereira de Mattos

Agosto 2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

INSTRUMENTOS DE CAPTAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO

PAULA MASCARENHAS COTRIM

Matrícula nº 108014987

ORIENTADOR: Prof. Nelson Chalfun Homsy

COORIENTADOR: Prof. Luiz Alberto Pereira de Mattos

Agosto 2012

INSTRUMENTOS DE CAPTAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO

PAULA MASCARENHAS COTRIM

Matrícula nº 108014987

Dissertação de Graduação apresentada à Escola de
Graduação em Economia da Universidade Federal
do Rio de Janeiro como requisito para a obtenção
do título de Mestre em Ciências Econômicas

BANCA EXAMINADORA:

PROF. NELSON CHALFUN HOMSY
Instituição: UFRJ

PROF. LUIZ ALBERTO PEREIRA DE MATTOS
Instituição: UFRJ

PROF. MANUEL ALCINO RIBEIRO DA FONSECA
Instituição: UFRJ

Agosto 2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos que me ajudaram e ensinaram ao longo de todos esses anos, principalmente a minha família, amigos e professores.

RESUMO

A monografia apresentada a seguir tem como finalidade apresentar os instrumentos de captação de crédito imobiliário. Esse setor merece a nossa atenção por ter sido uma das principais fontes de crescimento da economia brasileira nos últimos anos. O Brasil desde 1997, com a instituição da Lei nº 9.514 que criou o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), procura criar condições jurídicas e regulamentares que facilitam o desenvolvimento de um sistema de crédito que estimule as instituições privadas a investirem no setor imobiliário, incentivando novos empreendimentos habitacionais. Com mais fontes de captação de recursos e mais segurança jurídica, o setor imobiliário está preparado para crescer, estimulando toda a economia do país.

Palavras Chaves: Instrumentos de captação, SFI, Lei 9.514, empreendimentos habitacionais

SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo

BNH – Banco Nacional de Habitação

FGTS – Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

BM&F – Bolsa de Mercadorias & Futuros

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CBLC – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia

CETIP – Câmara de Custódia e Liquidação

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

ANBIMA – Associação Nacional dos Bancos de Investimento

ANFAC – Associação Nacional das Sociedades de Fomento Mercantil - Factoring

CMN – Conselho Monetário Nacional

FGV – Fundação Getúlio Vargas

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IBDEDEC – Instituto Brasileiro de Estudo e Defesa das Relações de Consumo

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IGMI-C – Índice Geral do Mercado Imobiliário – Comercial

Uqbar – Empresa de conhecimento financeiro – Securitização

Índice

INTRODUÇÃO	10
CAPÍTULO 1 – O MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO	12
1.1 – <i>Evolução do Mercado Imobiliário</i>	12
1.2 – <i>Contexto Atual do Mercado Imobiliário</i>	18
CAPÍTULO 2 - SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO	22
2.1 – <i>Introdução</i>	22
2.2 – <i>Estrutura Operacional</i>	23
2.3 – <i>Agentes Emissores</i>	25
2.3.1 – <i>Sociedades de Propósito Específicos</i>	25
2.3.2 – <i>Companhias Securitizadoras (CSCI e CSFC)</i>	26
2.3.3 – <i>Fundos de Investimento em Direitos Creditórios</i>	26
CAPÍTULO 3 - INSTRUMENTOS DE CAPTAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO	27
3.1 – <i>Letra de Crédito Imobiliário (LCI)</i>	27
3.1.1 – <i>Base Legal</i>	27
3.1.2 – <i>Estrutura Operacional</i>	28
3.1.3 – <i>Mercado Atual</i>	29
3.1.4 – <i>Letras Hipotecárias (LH)</i>	31
3.2 – <i>Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)</i>	33
3.2.1 – <i>Base Legal</i>	33
3.2.2 – <i>Estrutura Operacional Simplificada</i>	34
3.2.3 – <i>Mercado Atual</i>	36
3.3 – <i>Cédula de Crédito Imobiliário (CCI)</i>	38
3.3.1 – <i>Base Legal</i>	38
3.3.2 – <i>Estrutura Operacional</i>	38
3.3.3 – <i>Mercado Atual</i>	41
CAPÍTULO 4 – FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS	42
4.1 – <i>Base Legal</i>	42
4.2 – <i>Estrutura Operacional</i>	44
4.3 – <i>Participantes da Estrutura</i>	45
4.3.1 – <i>Consumidor</i>	45
4.3.2 – <i>Originador</i>	46
4.3.3 – <i>Agência de Rating</i>	46

4.3.4 – Auditor.....	47
4.3.5 – Investidor.....	48
4.3.6 – Administrador	48
4.3.7 – Gestor.....	49
4.3.8 – Custodiante	49
4.3.9 – Assessoria Legal.....	50
4.4 – Tipos de Risco	50
4.4.1 – Riscos Pertinentes aos Ativos-Lastros	51
4.4.2 – Riscos Pertinentes à Estrutura.....	51
4.5 – Suportes de Crédito.....	53
4.5.1 – Estruturas de Cotas Seniores/Subordinadas	53
4.5.2 – Fundos de Reservas.....	53
4.5.3 – Excesso de Spread (Margem Adicional)	54
4.6 – Mercado Atual.....	56
CONCLUSÃO	58
ANEXO 1.....	58
ANEXO 2.....	Error! Bookmark not defined.
BIBLIOGRAFIA.....	61

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos FGTS	15
Gráfico 2 – Variação Acumulada da Caderneta de Poupança (%).....	16
Gráfico 3 – Emissão de CCI, CRI, LH, LCI.....	17
Gráfico 4 – IGMI-C.....	21
Gráfico 5 – Depósitos de LCI na CETIP	30
Gráfico 6 – Depósitos de LH na CETIP	32
Gráfico 7 – Emissões de CRI na CETIP	36
Gráfico 8 – Composição do Montante Emitido de CRI em 2011.....	37
Gráfico 9 – Depósitos de CCI na CETIP.....	41
Gráfico 10 – Ranking de Administradores	49
Gráfico 11 – Ranking de Gestores.....	49
Gráfico 12 – Hipótese de Reserva de Liquidez.....	54
Gráfico 13 – PL FIDC por foco – R\$ mil.....	56
Gráfico 14 – Número de FIDC Imobiliário.....	57

Índice de Figuras

Figura 1	– Processo de Securitização Simplificado.....	24
Figura 2	– Emissão de LCI	29
Figura 3	– Emissão de CRI.....	35
Figura 4	– Emissão de CCI x CRI	39
Figura 5	– Emissão de CCI x LCI	40
Figura 6	– Estrutura de FIDC	45
Figura 7	– Rating S&P.....	47
Figura 8	– Estrutura de FIDC Completa.....	50
Figura 9	– Estrutura com Risco de Fungibilidade	52
Figura 10	– Estrutura sem Risco de Fungibilidade	52
Figura 11	– Cálculo de Excesso de Spread.....	55

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais está cada vez mais participante no processo de evolução dos diversos setores da economia brasileira. Seus instrumentos são utilizados para captar recursos para financiar o desenvolvimento de certos setores, como o da construção civil, considerados como atrativos para os investidores por oferecer uma fonte de investimento com maior rentabilidade e capaz de diversificar suas carteiras, mitigando os riscos nelas envolvidos.

Por envolver um alto valor de aplicação, o investimento em bens imóveis possui poucos investidores que dispõem de recursos suficientes para aplicar diretamente nesses empreendimentos. Dessa maneira, os instrumentos do mercado de capitais foram essências para estimular o desenvolvimento desse mercado, ao proporcionar recursos e liquidez para esses ativos. Além disso, conferiram uma maior segurança e confiabilidade nesses empreendimentos que passaram a ser submetidos a um maior controle pelos especialistas e investidores, assim como pelos órgãos reguladores do mercado financeiro.

O mercado imobiliário tem apresentado nos últimos anos um crescimento considerável, devido principalmente pela situação econômica estável do país, que possibilitou a melhora da qualidade de vida da população como um todo. O aumento da renda per capita e a facilidade do acesso a crédito tem estimulado o investimento nesse setor que proporciona benefícios para a economia como um todo. O crescimento do mercado imobiliário estimula tanto as indústrias diretamente ligadas, como as de material de construção e cimento, quanto às indiretamente ligadas, como as de transporte e saneamento.

Uma série de conjunturas foi essencial para estimular o desenvolvimento do setor, dentre elas podemos destacar: a regulamentação instituída a partir de 1997 para coordenar o seu desenvolvimento, conferindo uma maior segurança para os investidores e compradores; o incremento do processo de securitização, que permitiu mitigar os riscos desses ativos e conferiu uma maior liquidez para esse mercado; e a melhora do cenário econômico brasileiro.

Esses fatores criaram condições para desenvolver esse mercado que adicionados ao aumento do poder aquisitivo da população, principalmente das classes C e D, foi responsável por estimular o desenvolvimento imobiliário, reduzindo o nível de calote e a probabilidade de inadimplência nesse setor.

Este trabalho tem como finalidade apresentar como os instrumentos do mercado de capitais possibilitam gerar condições propícias para o crescimento do setor imobiliário e conseqüentemente da economia como um todo.

No primeiro capítulo será apresentado o contexto histórico e regulamentar do mercado imobiliário brasileiro, enfatizando as leis e regulamentos que foram estipulados com o intuito de estimular o desenvolvimento desse setor. Ademais, serão apresentadas as circunstâncias atuais do setor e a previsão para o futuro.

No segundo capítulo vamos apresentar o mundo de securitização de recebíveis, sendo introduzida a operação de securitização, na qual serão apresentados os principais participantes e veículos dessa estrutura.

No terceiro capítulo serão introduzidos os instrumentos do mercado de capitais que estimulam o desenvolvimento desse setor, tais como os Certificados de Recebíveis Imobiliários, as Letras Hipotecárias e de Crédito Imobiliário. Além disso, vamos apresentar as operações com as Cédulas de Crédito Imobiliário, títulos utilizados como lastro para as operações anteriormente mencionadas.

No quarto capítulo vamos adentrar no mundo dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, um dos principais veículos de securitização. Vamos analisar a sua estrutura, seus participantes, principais riscos e benefícios. Concluindo com uma análise dos FIDCs imobiliários brasileiros.

Dessa maneira, a monografia apresentará um panorama geral do mercado imobiliário, enfatizando as operações existentes no mercado financeiro que possibilitam desenvolver esse setor, estimulando o crescimento da economia como um todo.

CAPÍTULO 1 – O MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

Este capítulo inicial tem como objetivo apresentar o mercado imobiliário brasileiro, analisando como as leis e regulamentos foram planejados para estimular o desenvolvimento do setor.

Na seção 1.1, será feita uma descrição do contexto histórico e regulamentar do mercado imobiliário brasileiro.

Na seção 1.2 será apresentado um panorama atual do setor e sua expectativa para o futuro dada a conjuntura vivenciada.

1.1 – Evolução do Mercado Imobiliário

Antes dos anos 60, não havia nenhum estímulo por parte do governo de incentivar e regulamentar o mercado imobiliário brasileiro. Com o crescimento deliberado da população e a falta de planejamento habitacional, o país logo enfrentou um problema de déficit residencial. Isso fazia com que a população, por falta de opção, morasse em áreas de risco e distantes do seu trabalho. Era uma época em que a necessidade de se ter um lugar para morar tornava-se caso de sobrevivência, sendo a casa própria, para a maioria da população, um sonho distante.

Segundo Cordeiro filho (2008), com a instalação do governo militar, muitos problemas surgiram nas áreas financeiras, hospitalares e principalmente habitacionais. O déficit na época já era considerado em torno de dez milhões de habitações, sendo complicado para o governo captar recursos para desenvolver os novos projetos, sem a existência de bancos de investimentos e companhias financeiras. Para desenvolver tais instituições foram necessários recursos, que o Brasil obteve facilmente com o apoio dos EUA e bancos internacionais, que patrocinavam o novo governo militar.

Dessa forma, em 1964 o governo brasileiro promoveu as primeiras medidas para estimular o desenvolvimento habitacional do país, promulgando a Lei 4.591 com a finalidade de regulamentar o setor imobiliário. Essa lei proporcionou uma maior confiabilidade nas operações de compra e venda de imóveis ao criar o “Memorial de

Incorporações”, instrumento que continha todas as informações do empreendimento, tanto cadastrais, quanto jurídicas e contábeis.

Além disso, o governo criou o Banco Nacional de Habitação (BNH) que tinha como finalidade estimular o desenvolvimento do setor concedendo financiamentos em larga escala para todas as classes sociais. Por ser um banco de segunda linha não operava diretamente com o público, atuando através de outros bancos ou de agentes promotores, tais como as companhias habitacionais e as companhias de água e esgoto. Além de conceder crédito, principalmente para o setor imobiliário, o BNH era responsável pela gestão do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

Como tudo no Brasil, foi um verdadeiro sucesso para o desenvolvimento habitacional das classes médias e altas do país. Apesar de não beneficiar diretamente a população como um todo, foi capaz de começar a desenvolver novos centros urbanos como São Paulo, Brasília e Belo Horizonte, criando emprego e gerando renda. A expansão imobiliária conseguiu estimular diversos setores da economia, através da construção de novas estradas, escolas, hospitais, em regiões que outrora eram desabitadas. Dessa maneira, o desenvolvimento desse setor atuou de forma benéfica para toda a sociedade.

Esses tempos áureos duraram até o início dos anos 80, quando a economia começou a sinalizar certa estagnação associada ao aumento da inflação, que culminou na desorganização generalizada do mercado e na extinção do BNH em 1986.

Entre os anos de 1990 e 2003 o mercado imobiliário encolheu, mesmo com a criação dos instrumentos de captação de recursos privados instituídos em 1997 pela Lei 9.514. O mercado como um todo estava traumatizado com os problemas acumulados ao longo da década de 80, principalmente os compradores de imóveis que não conseguiam pagar suas dívidas, com a inflação galopante e os contratos de longo prazo.

Praticamente não havia fontes de recursos públicos ou privados para produção e financiamento de imóveis. Para o mercado financeiro não era um investimento interessante devido às altas taxas de juros e o longo prazo dos financiamentos. Os corretores buscavam solucionar os seus problemas com a venda direta, sendo essa mais ágil e sem burocracia, entretanto os prazos que eram inicialmente de 36 meses

começaram a se alongar, inviabilizando esse instrumento. Para completar o cenário, a renda da população sofreu uma queda, que acabou agravando ainda mais a crise no setor.

A partir da constatação da inviabilidade dos longos financiamentos diretos, o mercado imobiliário correu o risco de cair em descrédito, principalmente após a falência da maior construtora do país a Encol, em 1999. Dessa forma, foi necessário buscar formas alternativas para solucionar a crise que culminou na promulgação da Lei 10.931 de 2004. Essa instituiu elementos fundamentais para conferir uma maior credibilidade ao setor, principalmente ao criar o Patrimônio de Afetação, que apesar de não ser obrigatório, confere uma garantia para o comprador e regulariza a Alienação Fiduciária, que é uma garantia para o credor.

A Alienação fiduciária confere uma maior segurança ao investidor, sendo responsável por reduzir o nível de inadimplência do setor, a partir do momento que determina que o comprador ao adquirir um bem a crédito, deve conceder como garantia ao credor o próprio bem, de tal maneira que o investidor fica assegurado em caso de *default* do comprador.

Já o regime de afetação é um importante mecanismo de resolução de problemas decorrentes de falência ou insolvência civil do incorporador, pois permite separar os créditos vinculados a um empreendimento imobiliário do restante dos negócios das empresas envolvidas, assegurando os direitos dos compradores em caso de desequilíbrios econômicos financeiros dessas partes, evitando repetir o trágico evento que ocorreu com a Encol.

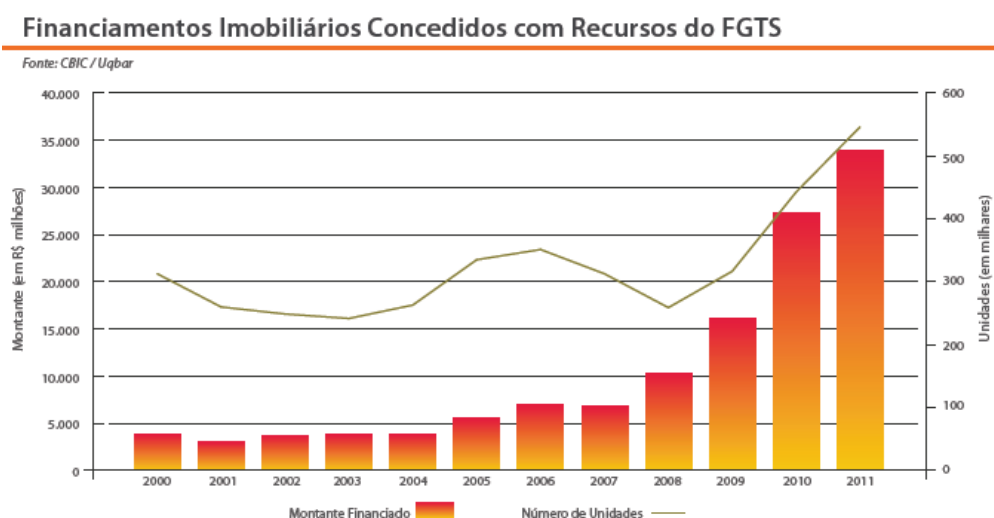
Assim, institui-se um ambiente jurídico equilibrado que adicionado com uma melhora do cenário econômico brasileiro, com a queda da taxa de juros e o controle da inflação, foi essencial para a retomada do crescimento no setor.

O mercado imobiliário mostrou grande expansão nos últimos anos, devido principalmente aos agentes financiadores desse segmento: as instituições financeiras, o mercado de capitais e o Governo Federal. Esses utilizam os seus recursos e instrumentos para desenvolver esse mercado.

As duas principais fontes de financiamento imobiliário do Governo Federal são o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e os Repasses Diretos. Ambas constituem os canais pelos quais são alocados os recursos da política habitacional definida pelo Governo Federal. O crescimento destas fontes nos últimos anos reflete o foco prioritário que o setor imobiliário tem recebido, principalmente, no que tange ao financiamento destinado para as classes econômicas mais baixas.

A Caixa Econômica Federal é responsável pela administração do FGTS determinando, dessa forma, quem serão os tomadores desses recursos financeiros. Em 2011, essa fonte de financiamento atingiu recorde histórico concedendo um volume de R\$ 33,96 bilhões, como observado no gráfico abaixo. Além disso, atuou de forma relevante como investidor adquirindo montantes significativos de CRI, como veremos no terceiro capítulo.

Gráfico 1 – Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos FGTS



Fonte: Anuário Finanças Estruturadas 2012, Uqbar

As instituições financeiras possuem, assim como o Governo Federal, duas fontes de recursos para o financiamento desse segmento: o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) e as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e Hipotecárias (LH). Essas últimas serão apresentadas detalhadamente no capítulo 3.

O SBPE é composto por um conjunto de instituições financeiras que captam recursos de pessoas físicas e jurídicas através de depósitos voluntários da caderneta de poupança e alocam a maior parte destes recursos para o financiamento imobiliário. As

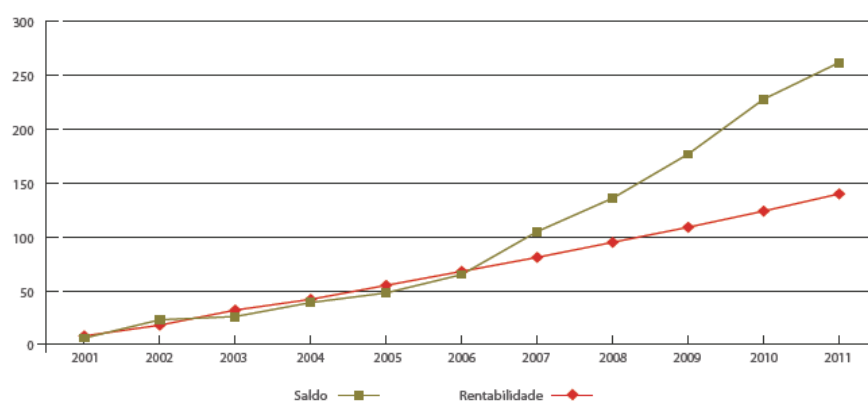
regras e condições para a concessão destes empréstimos são determinadas pelo Sistema Financeiro de Habitação (SFH).

O SBPE tem sido, juntamente com os Repasses Governamentais, a maior fonte de novos financiamentos imobiliários a cada ano que passa. Entretanto, o movimento dos últimos anos demonstra que o saldo da caderneta de poupança tem crescido a taxas menores que a de novos financiamentos do setor imobiliário, principalmente devido à queda da sua rentabilidade, como podemos analisar no gráfico abaixo.

Gráfico 2 – Variação Acumulada da Caderneta de Poupança (%)

Variação Acumulada da Caderneta de Poupança (%)

Fonte: Banco Central / Portal Brasil / Uqbar



Fonte: Anuário Finanças Estruturadas 2012, Uqbar

Dessa forma, os investidores procurando ativos que proporcionam uma maior rentabilidade estimulam o desenvolvimento de fontes alternativas de captação de recursos para o setor imobiliário principalmente no mercado de capitais. Uma dessas inovações é o processo de securitização que apresenta taxas cada vez mais significativas nesse mercado, como veremos no capítulo a seguir.

Com isso, o mercado de capitais vem aumentando cada vez mais a sua importância como fonte alternativa de captação de recursos, utilizando para tal os títulos de Renda Fixa, de Renda Variável e de Securitização. Os primeiros são representados pelas emissões de debêntures de empresas ligadas a esse segmento, que tiveram uma expansão a partir de 2005 com o movimento de IPOs no Brasil. Já os títulos de Renda Variável são basicamente as ações das empresas do setor e as cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII).

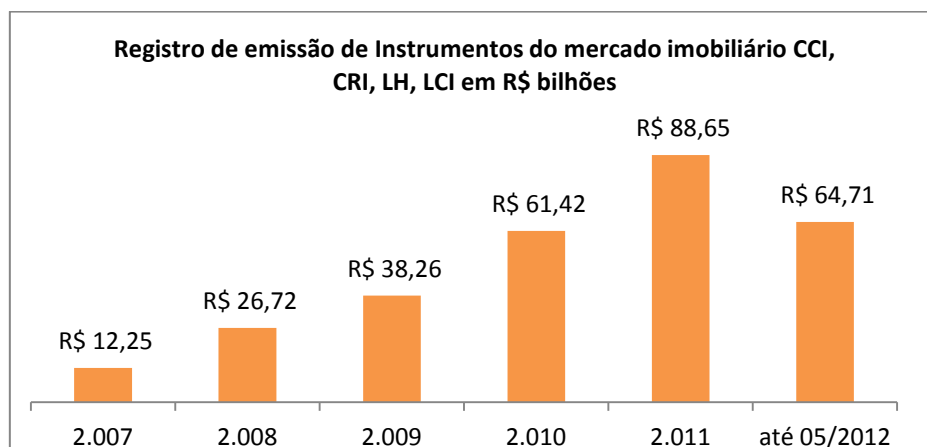
Os títulos de securitização estão divididos entre os CRIs e as cotas dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC Imobiliários). Esses instrumentos, nos últimos anos, têm sido as alternativas mais procuradas pelas empresas imobiliárias comprovando um momento de forte crescimento neste mercado.

A criação das Companhias Hipotecárias e das Securitizadoras permitiu gerar liquidez para os financiamentos habitacionais, além de integrar as operações de crédito que se realizam hoje no mercado imobiliário, servindo com uma alternativa mais vantajosa para as empresas captarem recursos a um custo menor quando comparado com o custo de financiamento tradicionalmente oferecido pelos bancos.

Ao desvincular os recebíveis do fluxo de caixa das empresas, as securitizadoras permitem classificar separadamente o risco de crédito de cada ativo, permitindo, assim, a captação de recursos financeiros a custos competitivos e, conseqüentemente, viabilizando investimentos no setor. Para realizar tais operações são utilizados alguns veículos, tais como Fundos de Investimento e Direitos Creditórios (FIDC), Sociedades de Propósito Específico (SPE) e Companhias Securitizadoras.

Notamos que o aumento de emissão de títulos imobiliários no mercado de capitais sinaliza a credibilidade e confiança que os investidores estão adquirindo nesses títulos, utilizando-os como fontes de investimentos alternativas para diversificar seus portfólios, oferecendo, ao mesmo tempo, recursos para o desenvolvimento de novos projetos no setor imobiliário. Como veremos a seguir.

Gráfico 3 – Emissão de CCI, CRI, LH, LCI



Fonte: Dados divulgados na CETIP em 2012

1.2 – Contexto Atual do Mercado Imobiliário

A estabilidade econômica alcançada nos últimos anos, juntamente com o aumento da renda do brasileiro e a concessão mais fácil de crédito para a população como um todo, estimulou ainda mais o desenvolvimento do setor imobiliário. Essa maior demanda incentivou a utilização cada vez mais intensa dos instrumentos do mercado de capitais, como demonstrado no gráfico acima.

Segundo o Relatório de Inflação de junho de 2012, divulgado pelo BACEN:

“O estoque de financiamentos habitacionais, com recursos livres e direcionados, alcançou R\$ 229 bilhões.(...) Em termos de evolução recente, ressaltou-se a expansão continuada dos financiamentos habitacionais, que representaram 5,4% do PIB em maio, ante 1,4% do PIB em igual período de 2006, impulsionada pelo dinamismo do mercado de trabalho e pelos avanços institucionais que favoreceram a realização de tais operações.”

Além do aumento da massa salarial, a disponibilidade de crédito, em grande parte determinada pela estabilidade macroeconômica e por avanços institucionais ocorridos nos últimos anos estimularam o crescimento do consumo, principalmente no setor imobiliário.

Conforme divulgado no relatório acima, os financiamentos habitacionais, com recursos da caderneta de poupança e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), totalizaram R\$212,3 bilhões e os desembolsos do crédito habitacional do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) totalizaram R\$11,7 bilhões no trimestre terminado em abril, acréscimo de 19,8% em relação à igual período de 2011.

Apesar de todos os avanços alcançados nos últimos anos, o Brasil ainda enfrenta um grave problema de déficits habitacionais. Conforme dados divulgados pelo IBGE e pelo Programa Minha Casa, Minha Vida, o Brasil, em 2007, apresentava um déficit habitacional de 7,2 milhões de moradias. Em 2011, segundo informações do Secovi (Sindicato da Habitação), o déficit habitacional brasileiro continua nesse mesmo patamar. O crescimento da população brasileira dificulta ainda mais a resolução desse problema.

Segundo o Dr. Rodrigo Daniel dos Santos, consultor jurídico do IBEDEC (Instituto Brasileiro de Estudo e Defesa das Relações de Consumo):

“Apesar das iniciativas de estímulo ao desenvolvimento do setor, é necessário que o governo inverta a equação de seus investimentos, repensando as políticas habitacionais e os programas destinados a conter o déficit habitacional no país. (...) No Brasil é injusta a distribuição de renda, mas também é injusta a atuação do governo para conter este desequilíbrio”.

A maior parte da população que carece de moradia simplesmente não dispõe de renda para assumir financiamentos, por menor que sejam as parcelas, e por isso depende do apoio do poder público. Sem condições de pagar aluguel, muitas famílias se obrigam a ocupar áreas públicas, de preservação ambiental ou áreas de risco, como meio de garantir provisoriamente um espaço como moradia. O impacto dessa situação é o crescimento das favelas e conseqüentemente de todos os problemas sociais decorrentes, como proliferação de doenças, desemprego, aumento da violência, etc.

Enquanto a maior parte do déficit habitacional está situada na faixa de famílias que ganham até três salários mínimos, os investimentos e direcionamento de recursos governamentais são feitos em proporções inversas para a população. Ou seja, a maior parte dos recursos para empréstimos e investimentos em habitação é voltada para imóveis para a classe média e alta e apenas ¼ dos recursos é destinado à população de baixa renda.

Conforme estudo da União Nacional da Construção (UNC) em parceria com a Fundação Getúlio Vargas, para combater o déficit habitacional brasileiro seriam necessários investimentos da ordem de R\$ 160 bilhões aplicados ao longo de 16 anos. As projeções do IBGE são de que haverá no País, em 2050, cerca de 259 milhões de habitantes, com um déficit habitacional superior a 30 milhões de unidades.

Para atrair o dinheiro dos fundos de pensão e de investidores privados, os empréstimos têm de passar pelo processo de padronização e conformidade dos contratos, chamados de securitização, em que são convertidos em título com liquidez no mercado. Uma dívida de 30 anos vira um papel com preço, variando de acordo com o rating dado por agência de risco, oferta e demanda. Veremos esse processo nos capítulos subsequentes.

Ao analisar o cenário econômico-financeiro brasileiro em 2012, podemos perceber por um lado, o baixo nível de investimento em capital fixo e as limitações operacionais e regulatórias do setor bancário para estimulá-lo, indicando a necessidade de alternativas de investimentos que possibilitem o financiamento de longo prazo,

principalmente para os setores de infraestrutura e imobiliário. Por outro lado, temos o crescimento do mercado de títulos de crédito privado, como uma alternativa para os investidores que buscam retornos diferenciados em um ambiente de taxas de juro declinantes.

Estas duas necessidades resultam em um promissor cenário para o desenvolvimento do mercado de capitais além das fronteiras RJ-SP. É justamente neste contexto que surge a importância do mercado de capitais, que tenta aproximar os investidores dos tomadores de recursos. Nesse contexto, os veículos de securitização como o FIDC e as Securitizadoras Imobiliárias e os títulos como os CRIs e as CCI's são consideradas opções atraentes que podem contribuir exatamente para o atendimento das necessidades do setor.

Com o objetivo de controlar a rentabilidade do mercado brasileiro de imóveis comerciais, conferindo aos investidores uma maior transparência e segurança, a BM&FBOVESPA e a Fundação Getúlio Vargas (FGV) lançaram o indicador de rentabilidade do setor imobiliário brasileiro: o Índice Geral do Mercado Imobiliário – Comercial, o IGMI-C.

Seu cálculo utiliza como base, informações fornecidas por um grupo de participantes envolvendo investidores institucionais e empresas ligadas ao setor imobiliário, tais como entidades de classe, consultores, administradores e gestores de carteiras imobiliárias, incorporadores e outros.

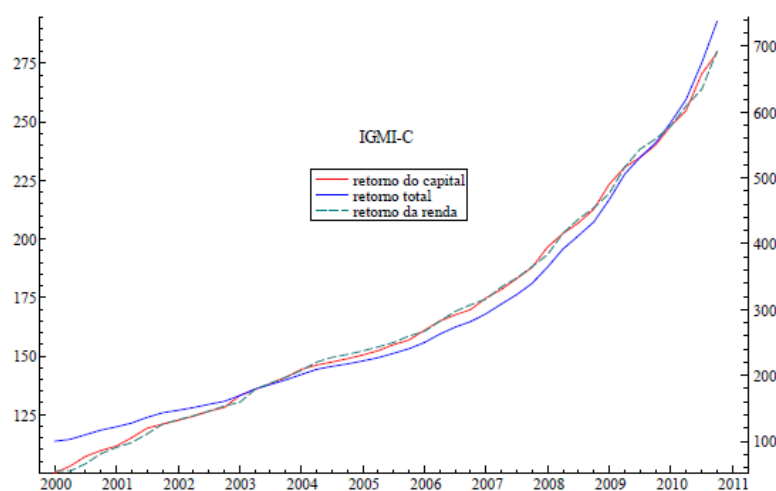
Seus números são divulgados trimestralmente com a finalidade de acompanhar o desenvolvimento do setor. Analisando a evolução histórica (2000-2011) desse índice no gráfico abaixo, notamos que o crescimento do setor era constante até 2008, quando houve um boom e começou a crescer de maneira mais acentuada do que o esperado. Esse crescimento pode sinalizar um aumento descontrolado da rentabilidade do setor provocado por uma possível bolha especulativa. Atualmente há muita discussão sobre o assunto, principalmente, após a crise imobiliária de 2008 dos EUA, mas não há nenhum indício concreto que comprove que a situação americana possa ocorrer no Brasil.

Segundo Pedro Junqueira, sócio da Uqbar:

“Apesar dos sinais de arrefecimento dos negócios imobiliários no ano passado e do alto patamar dos preços dos imóveis, o patamar de crédito para o setor no país ainda está relativamente abaixo do que

em outros países importantes, e isso explica o espaço que ainda há para o Brasil crescer neste segmento, sem correr o risco de haver a formação de uma bolha”.

Gráfico 4 – IGMI-C



Fonte: Dados divulgados na CVM em 2012

O IGMI-C demonstra claramente que o número de investimentos no mercado imobiliário e suas rentabilidades nos últimos anos nunca estiveram tão elevados, sendo o melhor momento da história imobiliária do país. Como veremos a seguir os instrumentos de captação do mercado imobiliário foram essenciais para o crescimento do setor, principalmente ao eliminar um dos maiores riscos desse mercado: o problema de liquidez.

CAPÍTULO 2 - SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO

Este capítulo inicial tem como objetivo apresentar o processo de securitização e as vantagens que esse proporciona para o mercado imobiliário brasileiro. Analisando sua estrutura operacional e seus participantes, principalmente os agentes emissores, responsáveis por gerar liquidez para os ativos desse mercado.

Na seção 2.1 será apresentada uma breve introdução do processo de securitização de recebíveis no Brasil, introduzindo seus conceitos básicos.

Na seção 2.2 será apresentada a sua estrutura operacional com os agentes envolvidos.

Na seção 2.3 serão abordados os agentes emissores desses títulos: as Sociedades de Propósitos Específicos (SPEs), as Companhias Securitizadoras e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

Vale destacar que as operações realizadas pelas Companhias Securitizadoras serão demonstradas detalhadamente no próximo capítulo. Além disso, a estrutura de FIDC será analisada no último capítulo.

2.1 – Introdução

A securitização de recebíveis iniciou-se nos Estados Unidos da América na década 1970, primeiramente vinculada ao mercado de crédito hipotecário, já que as agências governamentais tinham ligação com esse segmento e promoveram o desenvolvimento do mercado de títulos lastreados em hipotecas. Os títulos securitizados (securities) são lastreados por ativos e por isso são chamados de ABS (Asset Backed Securities). [Moody`s, Janeiro de 2003]

A securitização no Brasil teve seu início na década de 1990 e suas primeiras operações foram realizadas no mercado internacional. Na época, as próprias instituições originadoras destes recebíveis eram responsáveis pela emissão dos valores mobiliários. Com um número de operações bastante inferior, o mercado interno só começou a apresentar considerável evolução, no que diz respeito ao número de operações, a partir da criação da legislação e regulamentação específicas para as Companhias

Securitizadoras e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, novos tipos de entidades emissoras (agentes-veículos).

Um dos principais motivos para esse início tardio está relacionado com o término do período inflacionário no qual os bancos não tinham interesse em aumentar o volume de operações de crédito devido às altas rentabilidades proporcionadas pelos títulos públicos. Além disso, as próprias empresas adotaram uma estratégia de baixo nível de endividamento dado uma baixa previsibilidade do cenário econômico de longo prazo. [BNDES, 1999].

A securitização pode ser definida pela transformação de ativos de baixa liquidez em títulos mobiliários de média e alta liquidez, negociáveis no mercado financeiro. Estes ativos com pouca liquidez são recebíveis provenientes de uma variedade de operações financeiras, que são negociados com a finalidade de gerar recurso líquido, o que normalmente ocorria através de empréstimos bancários.

De acordo com o entendimento da Uqbar, securitização é “uma tecnologia financeira usada para converter uma carteira relativamente homogênea de ativos em títulos mobiliários passíveis de negociação. É uma forma de transformar ativos relativamente ilíquidos em títulos mobiliários líquidos e de transferir os riscos associados a eles para os investidores que os compram. Os títulos de securitização são, portanto, caracterizados por um compromisso de pagamento futuro, de principal e juros, a partir de um fluxo de caixa proveniente da carteira de ativos selecionados.”

Dessa forma, a securitização configura o processo pelo qual os direitos creditórios originados por uma empresa são cedidos a uma entidade emissora, que emitirá títulos ou valores mobiliários negociáveis no mercado de capitais, desatrelando/retirando os recebíveis da originadora e diminuindo o risco da operação, como veremos no tópico a seguir.

2.2 – Estrutura Operacional

Para ocorrer um processo de securitização, são necessários três agentes principais: o cedente, o veículo (agente emissor) e o investidor. [CANÇADO; GARCIA, 2007]

Os cedentes podem ser empresas comerciais e industriais de atividades diversas, bancos com carteira de crédito e qualquer outra entidade que detenha direitos de créditos com vencimento futuro provenientes de sua atividade.

O início da securitização ocorre com a transferência dos direitos creditórios pertencentes a um determinado agente (cedente), que neste momento deseja uma contrapartida financeira líquida, para um determinado agente veículo.

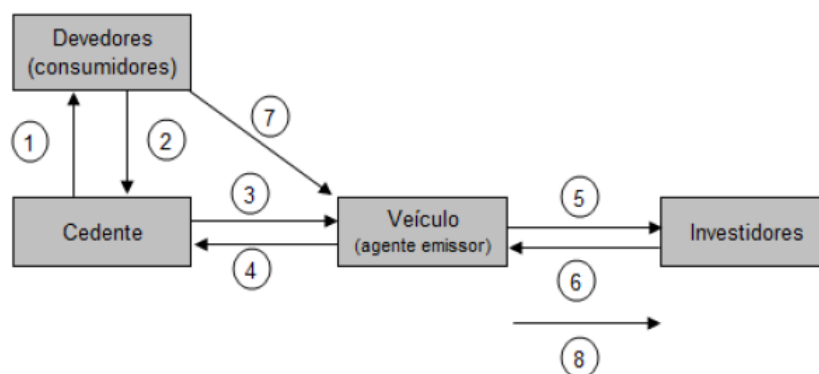
Esta transferência ocorre através de um contrato de cessão, no qual o agente veículo adquire os ativos reduzidos de um determinado desconto e que conseqüentemente irá compor a rentabilidade aos seus investidores.

Com a posse dos recebíveis (anteriormente do cedente) realizáveis no futuro, o agente veículo emite valores mobiliários no mercado financeiro (usando os recebíveis como lastro) para serem adquiridos pelos investidores. O fluxo de recursos provenientes desses ativos (recebíveis), seja de parcela do valor principal ou de juros, é repassado aos investidores na forma de pagamento de juros ou amortização do valor investido.

Essa operação não muda em nada para os mutuários ou devedores iniciais (aqueles que devem pagar suas dívidas oriundas de relações mercantis ou de contratação de financiamentos com o cedente), pois eles continuam a obedecer aos prazos e as condições contratuais originalmente acordados.

De acordo com CANÇADO e GARCIA (2007), o processo de securitização pode ser desenhado de forma simples, conforme demonstrado a seguir:

Figura 1 – Processo de Securitização Simplificado



Fonte: CANÇADO, Thais Romano e GARCIA, Fabio Gallo. Securitização no Brasil. São Paulo: Editora Atlas, Série Academia-Empresa 5, 2007. Pg 6

1. O cedente vende seus produtos/serviços ou concede operação de crédito aos devedores.
2. Para aquisição dos produtos/serviços ou para obtenção de recursos financeiros, os consumidores/devedores tomam uma obrigação com vencimento futuro ou um contrato de financiamento.
3. O cedente negocia seus recebíveis (contas a receber/financiamentos a receber) para o agente veículo (agente emissor).
4. O cedente recebe o recurso financeiro líquido referente aos seus ativos, adicionado/reduzido de lucro/prejuízo (ágio/deságio).
5. Com base no direito sobre os ativos adquiridos (recebíveis), o agente veículo emite e vende títulos no mercado de capitais.
6. Para aquisição dos títulos emitidos, os investidores entregam recursos financeiros equivalentes ao agente veículo.
7. Os consumidores/devedores continuam a pagar suas dívidas, valores de principal e juros, conforme condições firmadas com a cedente; no entanto, os fluxos são direcionados para o agente veículo.
8. Uma vez recebidos dos devedores originais os recursos provenientes da liquidação de valores do principal e juros dos recebíveis, o agente veículo procede à amortização dos juros e montantes do principal dos títulos emitidos junto aos investidores.

Podemos considerar os seguintes agentes emissores ou agentes veículos:

- Sociedade de Propósito Específico – SPE
- Companhia Securitizadora (financeiras e imobiliárias)
- Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC

2.3 – Agentes Emissores

Para entendermos melhor as operações de securitização de recebíveis vamos analisar os três agentes emissores.

2.3.1 – Sociedades de Propósito Específicos

Para CHALHUB (1998), as SPEs são empresas regidas pela lei das Sociedades Anônimas e criadas para assumir o papel de entidade emissora em uma operação de securitização. Elas emitem principalmente instrumentos de dívida como debêntures simples e debêntures com participação de lucros do emissor. Na prática algumas SPEs são reutilizadas para novas emissões, no entanto o mais comum é que estas sejam dissolvidas após a liquidação completa das obrigações emitidas.

As SPEs viabilizam a segregação dos riscos dos recebíveis ao comprar esses ativos e emitir títulos e valores mobiliários. Para tal é essencial que essa Sociedade possua a forma de sociedade anônima, dado que a responsabilidade dos sócios da SPE será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. [Brasil - art. 1º da Lei 6.404/76 - Lei das Sociedades Anônimas]

2.3.2 – *Companhias Securitizadoras (CSCI e CSFC)*

São dois os tipos de Companhias Securitizadoras: Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários (CSCI) e Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros (CSCF). As CSCF são voltadas para o segmento financeiro e ficam limitadas a uma única emissão, com isso seu funcionamento é muito similar às SPEs.

As Companhias Securitizadoras são instituições criadas para atuar de forma permanente no mercado de securitização de ativos financeiros imobiliários. As CSCI são constituídas para adquirir créditos imobiliários, financiados pela emissão de certificados de recebíveis imobiliários (CRI), os quais são lastreados nesses mesmos recebíveis de crédito. Podem também emitir outros títulos de crédito (como a Cédula de Crédito Imobiliário – CCI), realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades.

A legislação responsável pela securitização deste tipo de recebíveis tem por base a Lei nº 9.514 de 1997, que criou o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), e que cria também o regime fiduciário e os CRI.

2.3.3 – *Fundos de Investimento em Direitos Creditórios*

Uma das grandes vantagens da criação do FIDC foi proporcionar alternativa de financiamento para empresas de grande e médio porte, possibilitando a inserção no mercado de capitais. Esse instrumento permite vincular diretamente o tomador do crédito (Cedente) com o investidor em uma estrutura simples e isenta de tributos intermediários.

Os FIDCs permitem desvincular os recebíveis dos fluxos de caixa das empresas, separando, assim, o risco do crédito da empresa do risco do ativo, possibilitando a captação de recursos financeiros a custos competitivos e conseqüentemente, viabilizando investimentos no setor produtivo.

Esse instrumento possibilita uma maneira alternativa e menos onerosa de captação de recursos no mercado financeiro para as empresas que detém direitos creditórios. O processo operacional e os riscos da estrutura serão explicados no último capítulo desse trabalho.

CAPÍTULO 3 - INSTRUMENTOS DE CAPTAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO

Esse capítulo tem como objetivo apresentar os instrumentos do mercado financeiro que são utilizados como fonte de captação para o setor imobiliário.

Na seção 3.1 serão introduzidos os instrumentos do mercado financeiro utilizados para captar recursos para investir no setor imobiliário: as Letras de Crédito Imobiliários e as Letras Hipotecárias, sendo apresentados os objetivos desses instrumentos, assim como as suas bases legais, suas estruturas operacionais. Apresentando no final uma análise desses títulos no mercado de capitais.

Na seção 3.2, será introduzido um dos ativos do mercado de capitais que é capaz de conferir certa liquidez para os proprietários dos imóveis: o Certificado de Recebíveis Imobiliário (CRI), sendo apresentado o objetivo desse instrumento, assim como a sua base legal, sua estrutura operacional e o sua situação no mercado de capitais atual.

Na seção 3.3, será apresentada a Cédula de Crédito Imobiliário, ativo financeiro muito utilizado como lastro para as operações do mercado imobiliário. Esse título confere uma maior segurança e agilidade para essas operações, possibilitando a captação de recursos de uma maneira mais eficiente. Nesse tópico serão apresentadas as operações de LCI e de CRI utilizando a CCI como lastro, assim como sua base legal e o mercado atual desse título.

3.1 – Letra de Crédito Imobiliário (LCI)

3.1.1 – Base Legal

As Letras de Crédito Imobiliárias (LCI) foram criadas pela Lei 10.931 em 2004, com a finalidade de conferir mais liquidez para o mercado imobiliário, principalmente para as entidades financiadoras. As LCIs são títulos de crédito lastreados por créditos do setor imobiliário, tais como hipotecas e alienações fiduciárias. Esses títulos devem ser emitidos pelos seus credores, dessa forma, são instituições autorizadas a emitir: bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, a Caixa Econômica Federal, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo,

companhias hipotecárias e demais instituições expressamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil.

As emissões das Letras Financeiras objetivam captar recursos junto ao público, contribuindo para ativação e crescimento do setor imobiliário. Por ser isento de imposto de renda sobre o rendimento para pessoas físicas, esse é um título atrativo para investimentos de longo prazo, sendo de baixo risco e com uma rentabilidade superior aos dos títulos públicos.

Esses títulos são normalmente remunerados por uma taxa de juros fixa ou flutuante e sofrem atualizações monetárias calculadas pela variação do Índice de preços. A atualização de valor é permitida desde que os títulos tenham prazo e periodicidade de reajuste mínimo de um ano. A LCI não poderá ter prazo de vencimento superior ao prazo de quaisquer dos créditos imobiliários que lhe servem de lastro.

A soma do valor principal das letras emitidas não pode exceder o valor total dos créditos imobiliários em poder do emissor, sendo possível substituir créditos vencidos, e liquidados antecipadamente por outros da mesma natureza, devendo ser feito por iniciativa do emissor.

As amortizações do principal e dos juros são normalmente realizadas mensalmente, não existindo exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos. Outras periodicidades são permitidas, inclusive pagamento de uma única vez no vencimento. As liquidações financeiras devem ser realizadas na CETIP.

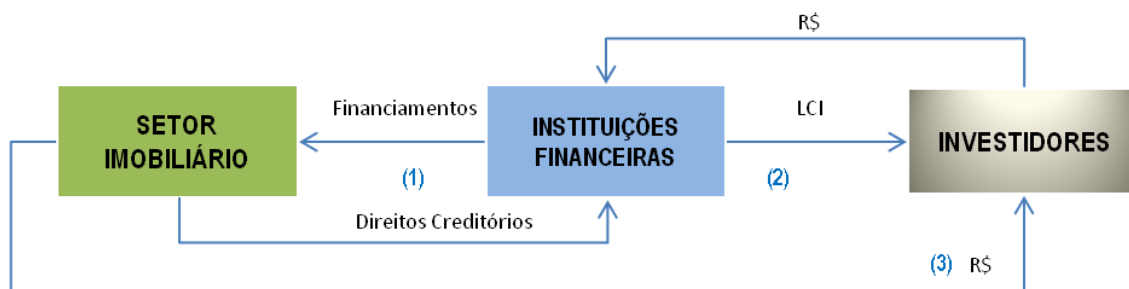
3.1.2 – Estrutura Operacional

Ao emitir as LCIs as instituições financeiras recuperam os recursos dispêndios em financiamentos para o setor, não precisando, assim, aguardar o vencimento das prestações dos compradores finais para recuperar o capital de um projeto. Desta forma, recuperam o capital investido, ficando livres para reinvesti-lo em novos empreendimentos. Como veremos no desenho a seguir essa estrutura permite antecipar as prestações de financiamento do SETOR IMOBILIÁRIO para as INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS, capitalizando essas instituições e rentabilizando os INVESTIDORES.

O SETOR IMOBILIÁRIO capta recursos com as INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS, adquirindo financiamentos que serão pagos à prazo em datas futuras, gerando, dessa

forma, recebíveis (direitos creditórios) para as INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS. Essas últimas, buscando capitalizar emitem uma LCI lastreada nesses recebíveis futuros que serão negociados no mercado. Os INVESTIDORES ao adquirirem esses títulos receberão fluxos constantes de pagamento do SETOR IMOBILIÁRIO.

Figura 2 – Emissão de LCI



Fonte: Elaborado pelo Autor

- (1) As INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS financiam o setor imobiliário, obtendo recebíveis futuros (Direitos Creditórios).
- (2) Com a finalidade de se capitalizar para realizar novos investimentos, as INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS emitem LCI lastreadas nos recebíveis do setor imobiliário (hipotecas, alienação fiduciária). Esses títulos são negociados no mercado de capitais e adquiridos por investidores.
- (3) Os investidores recebem o fluxo de pagamento do setor imobiliário.

Além de ser um relevante instrumento de captação das instituições financeiras, as LCIs proporcionam o alongamento dos prazos de captação dos bancos, fator essencial para a manutenção da saúde financeira do Sistema Financeiro como um todo. Esse instrumento tem o intuito de proporcionar uma melhor administração de ativos e passivos dos bancos, sendo uma alternativa de funding de longo prazo.

Para os investidores, as LCIs oferecem maior rentabilidade do que grande parte dos títulos públicos e de dívidas privadas, sendo investimentos seguros dadas as suas características de riscos e de garantias. A isenção de Imposto de Renda para pessoas físicas e a sua regulamentação bem estruturada garantem uma demanda crescente por esses títulos, como mostram os números a seguir.

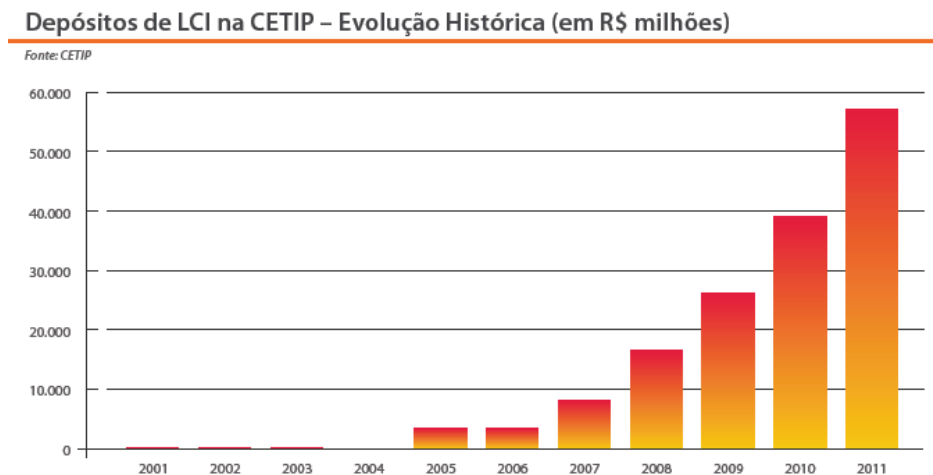
3.1.3 – Mercado Atual

Segundo notícia divulgada no site da CETIP (<http://www.cetip.com.br>) no dia 26 de junho de 2012:

“O estoque de LCI cresceu 51% nos últimos 12 meses, na Cetip. O instrumento saltou de R\$ 36,1 bilhões, em maio de 2011, para aproximadamente R\$ 54,6 bilhões, em igual período deste ano. A Cetip é

responsável por 100% dos registros desse ativo. A LCI é vinculada à carteira de créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou alienação fiduciária de imóvel e é isenta de IR para o investidor pessoa física.”

Gráfico 5 – Depósitos de LCI na CETIP



Fonte: Anuário Finanças Estruturadas 2012, Uqbar

O cenário representado acima sinaliza que o mercado de LCI está em expansão apresentando uma clara tendência de crescimento para 2012. Os dados divulgados no relatório anual da Uqbar demonstram um crescimento nos estoques de LCI de ordem de 200% frente ao ano anterior, totalizando R\$46,83 bilhões.

A alternativa de aplicar em LCIs é duplamente vantajosa para o investidor, a partir do momento em que: em primeiro lugar, o investimento é isento de imposto de renda para pessoas físicas; em segundo lugar, é um investimento seguro por possuir uma garantia proporcionada pelo Fundo Garantidor de até R\$ 70 mil, caso haja a falência da instituição emissora desses títulos. Além dessas vantagens, as LCIs tornam-se ainda mais atrativas em cenários de queda da taxa de juros, devido, principalmente, ao retorno quase líquido para esta aplicação.

As LCIs são títulos de dívida dos bancos que realizaram financiamentos para o desenvolvimento do setor imobiliário. Nesse sentido, esses títulos não correm o risco desse segmento, e sim do banco que empresta esses recursos e emite a LCI. Por isso, as condições de aplicação em LCI variam de acordo com a instituição emissora. Sua rentabilidade atrelada aos juros DI e o seu menor custo quando comparado com os outros títulos de dívida do banco, como por exemplo os CDBs, estimulam o investimento nesses títulos.

Em comparação à poupança, investir em LCI é mais atrativo, pois esse título apresenta rentabilidade mais elevada apesar de ser menos líquido. Esse ponto pode ser um gargalo ao crescimento do setor, sendo necessário melhorar a transparência desses ativos, aproximando-os dos ativos securitizados, como o CRI e o FIDC. Recentemente, esses produtos passaram por melhorias nesse sentido, entretanto, essas ainda não foram suficientes, pois os investidores de LCI não se sentem tão seguros por não saberem quais são as dívidas que formam a carteira em que investem, dado que as dívidas são discriminadas no balanço dos bancos junto com os demais recursos captados e transformados em investimento no setor imobiliário.

3.1.4 – Letras Hipotecárias (LH)

As Letras Hipotecárias foram instituídas pela 7.684 de 1988, sendo um dos primeiros instrumentos criados para captar recursos vinculados aos financiamentos imobiliários, proporcionando uma maior liquidez para as instituições credoras desse setor.

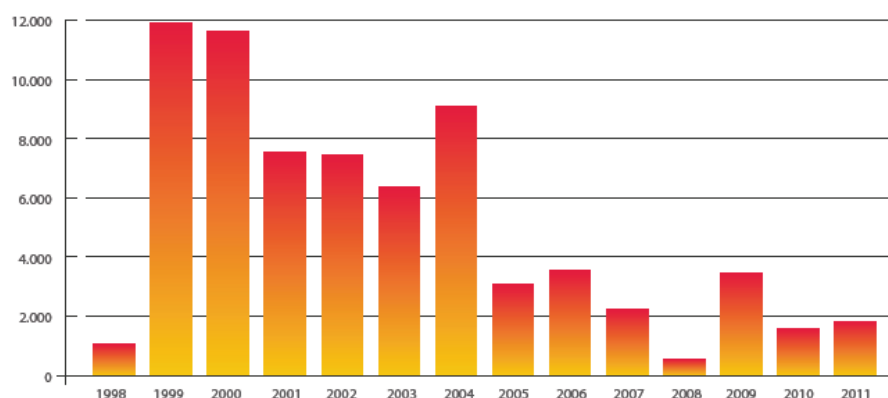
Esses títulos são muito semelhantes às LCIs, entretanto o seu lastro deve ser obrigatoriamente hipotecas. Além disso, esses não são garantidos pela alienação fiduciária, elemento introduzido em 1997 para proporcionar uma maior segurança para os investidores ao garantir o acesso mais rápido e prático à execução do credor, em casos de inadimplência do devedor.

O mercado de LH teve o seu auge ainda na década de 90 e desde 2004 com a criação das Letras de Crédito Imobiliárias esses títulos apresentam um cenário de queda no mercado de capitais. Em 2011, segundo o relatório da Uqbar, foram registrados na CETIP R\$ 1,84 bilhões de depósito e um estoque de R\$ 2,02 bilhões, o que representa aproximadamente um sexto dos respectivos níveis registrados em 1999.

Gráfico 6 – Depósitos de LH na CETIP

Depósitos de LH na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)

Fonte: CETIP



Fonte: Anuário Finanças Estruturadas 2012, Uqbar

Tanto as Letras Hipotecárias quanto as Letras de Crédito Imobiliário foram instrumentos instituídos com a finalidade de captar recursos com os investidores no mercado de capitais a fim de gerar uma maior liquidez para as instituições credoras do setor imobiliário.

Devido a necessidade de grandes dispêndios iniciais para as obras e construções, as instituições financeiras acabavam se descapitalizado para realizar esses longos financiamentos, sendo esses instrumentos utilizados para melhorar a saúde financeira do mercado de capitais como um todo. Ao ceder esses títulos para os investidores, os credores podiam utilizar esses recursos para realizar novos investimentos, oferecendo uma nova possibilidade de captação para o mercado.

3.2 – Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)

3.2.1 – Base Legal

A Lei 9.514 de 1997 foi responsável por originar o Certificado de Recebíveis Imobiliários, um título de renda fixa, lastreado em créditos imobiliários (alugueis, compra e venda), que constitui uma promessa de pagamento futura em dinheiro. O CRI é de emissão exclusiva das Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários, responsáveis por agrupar uma série de créditos e emitir um certificado. Esses títulos são fiscalizados pela CVM, conforme determinações contidas na Instrução nº 414/04, e suas negociações ocorrem pelos sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados (CETIP/CBLC).

Os CRIs possuem riscos privados (relacionados com o risco de default por parte do emissor- construtoras, incorporadoras, etc.), e são rentabilizados ou por uma taxa de juros flutuante, normalmente atrelada a um índice de inflação (IGP-M, IPCA) ou por uma taxa de juros fixa (ex: IPCA + X% a.a). Normalmente, tem seus valores atualizados anualmente variando de acordo com o Índice de preços. A atualização de valor é permitida desde que os títulos tenham prazo e periodicidade de reajustes mínimos de um ano.

As amortizações do principal e dos juros são normalmente realizadas mensalmente, não existindo exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos. Outras periodicidades são permitidas, inclusive o pagamento *bullet* (de uma única vez no vencimento). Além disso, em alguns casos são admitidas duas classes, o CRI de classe sênior que possui preferência para efeitos de amortização e resgate e o CRI de classe júnior que se subordina ao CRI sênior possuindo um risco mais elevado, recompensado pela maior rentabilidade.

As operações de CRI podem contar com o regime fiduciário, que permite que os créditos imobiliários de uma operação de CRI sejam destinados exclusivamente à remuneração dos títulos lastreados por estes créditos e às despesas e obrigações fiscais oriundas deste processo, mantendo-se separados do patrimônio do emissor até que se complete o resgate de todos os referidos CRI.

A lei 9.514 determinou a isenção do Imposto de Renda sobre os rendimentos desses títulos para pessoas físicas, tornando-os uma excelente alternativa de investimentos de longo prazo, que permite uma diversificação da carteira, com uma remuneração superior aos dos títulos públicos, além de proporcionarem um fluxo constante de pagamento. Já para pessoa jurídica a tributação acompanha os mesmos percentuais dos produtos de renda fixa, começando com alíquotas de 22,5% para aplicações de 180 dias, até 15% para prazos superiores a 720 dias.

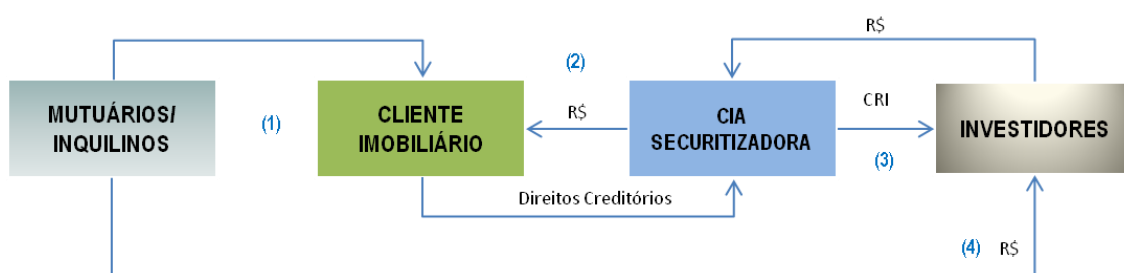
3.2.2 – Estrutura Operacional Simplificada

O CRI é fruto de uma operação securitizável que tem por objetivo segregar recebíveis imobiliários (aluguéis ou financiamentos) de uma determinada empresa ou grupo. Desta forma, esses recebíveis são separados dos ativos da empresa, sendo possível conferir-lhes uma classificação de risco distinta da empresa, proporcionando uma maior segurança e transparência para o investidor.

Uma das suas vantagens proporcionadas por esse título é a antecipação de recursos para os seus detentores. Como veremos no desenho a seguir essa estrutura permite gerar caixa para os CLIENTES IMOBILIÁRIOS, gerando uma rentabilidade para as CIAS SECURITIZADORAS e para os INVESTIDORES.

Os MUTUÁRIOS/INQUILINOS ao comprar ou alugar um imóvel a prazo adquirem uma dívida com os CLIENTES IMOBILIÁRIOS que serão pagas em parcelas futuras (direitos creditórios). A fim de adiantar o recebimento desse crédito, os CLIENTES IMOBILIÁRIOS cedem os seus direitos creditórios para as CIAS SECURITIZADORAS com certo deságio. As CIAS SECURITIZADORAS são responsáveis por emitir um título de crédito que será negociado no mercado, as certidões de crédito imobiliário (CRI). Esses títulos terão como lastro as parcelas de pagamento futuras dos MUTUÁRIOS/INQUILINOS. Dessa maneira, as CIAS SECURITIZADORAS negociam esses títulos no mercado, cedendo para os INVESTIDORES, que receberão um fluxo constante de pagamento efetuado pelos INQUILINOS/MUTUÁRIOS.

Figura 3 – Emissão de CRI



Fonte: Elaborado pelo Autor

1. CLIENTE IMOBILIÁRIO financia ou aluga os seus imóveis para os MUTUÁRIOS/INQUILINOS com garantia de alienação fiduciária ou hipoteca, obtendo um fluxo de pagamentos futuros (Direitos Creditórios).
2. O Cliente Imobiliário, com a finalidade de se capitalizar para investir em outro empreendimento imobiliário, cede esses Direitos Creditórios para as CIAS SECURITIZADORAS, que emitem um certificado de CRÉDITO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI) utilizando o fluxo de pagamento futuro como lastro.
3. Esses títulos são negociados no mercado de capitais e adquiridos por investidores.
4. Os investidores recebem o fluxo de pagamento dos mutuários/inquilinos.

Esses títulos apresentam como vantagens a captação de recursos nos mercados financeiros e de capitais com lastro em financiamentos imobiliários, sendo o único título de crédito que oferece como lastro fluxos de pagamento, sendo, assim, uma garantia real para seus investidores. Além disso, é responsável por transformar um fluxo de recebíveis de médio ou longo prazo em ativos financeiros negociáveis à vista, proporcionando novas alavancagens financeiras para todas as empresas que possuem créditos com lastro imobiliário.

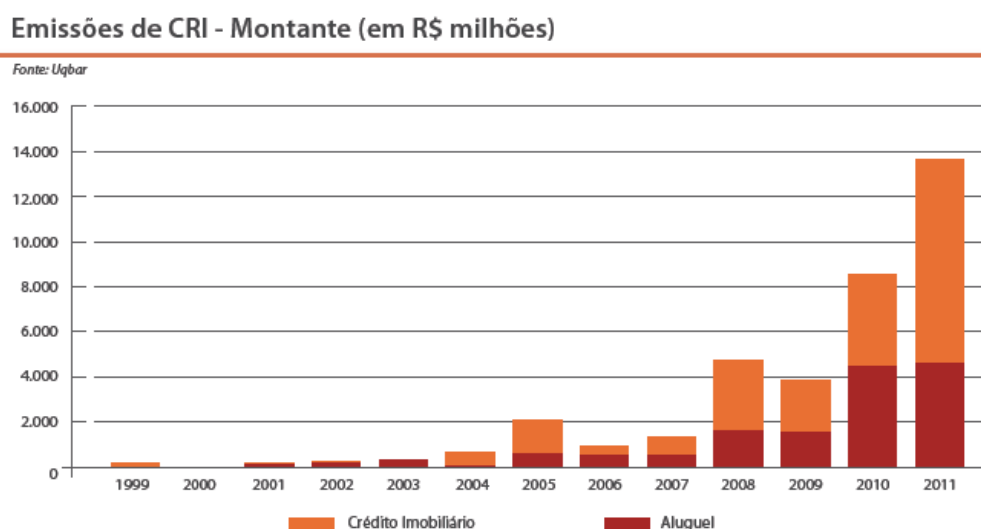
Para construtoras e incorporadoras, os CRIs são uma alternativa de capitalização que viabiliza a antecipação de caixa. Esses são utilizados para a construção de novos empreendimentos imobiliários, estimulando cada vez mais o crescimento do setor. A capacidade de se ajustar aos prazos de recebimento, torna esses títulos de securitização o melhor instrumento de captação para financiamentos imobiliários, em complemento aos recursos das Cadernetas de Poupança.

Para os investidores, os CRIs oferecem maior rentabilidade do que grande parte dos títulos públicos e de dívidas privadas, sendo investimentos seguros dadas as suas características de riscos e de garantias. A isenção de Imposto de Renda para pessoas físicas e a sua regulamentação bem estruturada garantem uma demanda crescente por esses títulos de securitização, como mostram os números a seguir.

3.2.3 – Mercado Atual

O mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) está se consolidando como uma alternativa relevante de fonte de financiamento e apresenta números cada vez mais expressivos. Em 2011, esse título atingiu um volume de emissão quase 60% maior quando comparado com o ano anterior, alcançando um montante de R\$ 13,58 bilhões.

Gráfico 7 – Emissões de CRI na CETIP

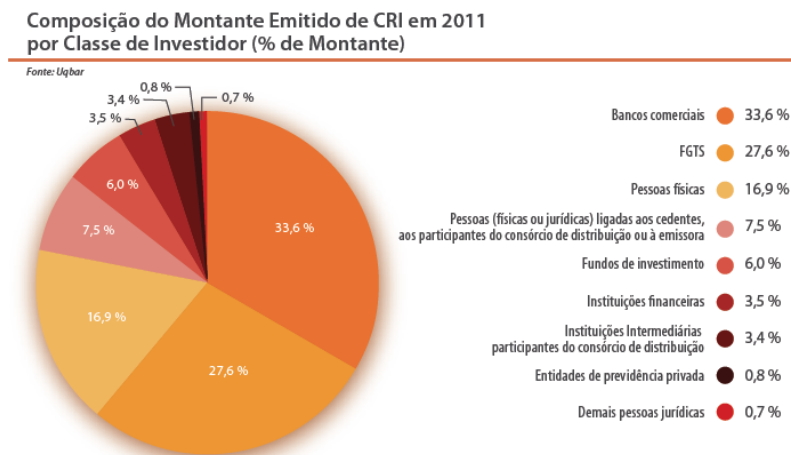


Fonte: Elaborado pelo Autor

Entretanto, o mercado de CRI ainda representa uma fatia pequena da quantidade consolidada de crédito imobiliário na economia. Esse ano apresentou um alto crescimento devido principalmente pela entrada do FGTS como comprador desses títulos, investindo mais de R\$ 2,5 bilhões nesse mercado.

Apesar da entrada desse novo participante, os bancos comerciais continuam sendo os maiores investidores desses títulos, sendo responsáveis por uma participação de 33,6% do total da demanda do mercado primário, como podem perceber no gráfico abaixo.

Gráfico 8 – Composição do Montante Emitido de CRI em 2011



Fonte: Anuário Finanças Estruturadas 2012. Uqbar

Contudo, após a Resolução nº 3932/10 do Conselho Monetário Nacional esse cenário deve mudar, dado que essa nova regra estipula que os bancos comerciais não podem mais adquirir CRI lastreados em aluguéis, para fins de alocação de recursos captados na caderneta de poupança.

Outro fator que merece destaque quando relacionado com a expansão desses títulos é a mudança do valor nominal unitário destes para R\$ 1.000, sendo assim, considerada uma oferta de varejo. Essa medida fez com que, aproximadamente, 1,6 mil pessoas físicas adotassem esses títulos como fonte de investimento, sendo, assim, o início da popularização desta espécie de valor mobiliário.

Notamos um movimento contrário no ano de 2011 quando comparado com o de 2010, nesse último o aumento ocorreu principalmente em função de emissões de títulos com lastro em aluguéis. Enquanto em 2011, o crescimento foi proporcionado pelas emissões com lastro em crédito imobiliário, que foram equivalentes a 66% do total de CRI emitido. Dessa forma, podemos perceber uma sinalização da expansão do sistema habitacional, com a construção de novos empreendimentos.

O instrumento de CRI é cada vez mais utilizado para financiar o crescimento do mercado imobiliário. Esse é beneficiado também pelas Cédulas de Crédito Imobiliário

(CCIs), que constituem lastro para os CRIs, além dos fluxos de aluguéis e financiamentos. As CCIs, como veremos a seguir, conferem uma maior agilidade para os processos de captação de recursos no mercado de capitais.

3.3 – Cédula de Crédito Imobiliário (CCI)

3.3.1 – Base Legal

As Cédulas de Crédito Imobiliário foram criadas pela Lei 10.931 de 2004 com o objetivo de facilitar as negociações de crédito. São documentos representativos dos créditos imobiliários que devem ser emitidos pelos seus credores, com o objetivo de facilitar e simplificar a cessão do crédito.

As CCIs são muito utilizadas pelas Companhias Securitizadoras, pois concedem uma maior eficiência operacional. Esses títulos podem representar a totalidade dos créditos ou apenas parte deles, sendo utilizados como lastro das operações dos instrumentos de captação apresentados anteriormente. Dessa maneira, conferem uma maior agilidade para as negociações de créditos uma vez que a cessão pode ser feita mediante o endosso no próprio título, sem necessidade de uma formalização com um contrato de cessão.

Assim, as cédulas são capazes de gerar uma maior velocidade de captação de recursos, principalmente por não dependerem de autorização do devedor para efetuar as negociações. Esses títulos podem ser emitidos por escritura pública ou particular, que devem permanecer custodiadas em instituições financeiras.

As CCIs podem contar ou não com garantias, reais ou fidejussórias¹, que serão transferidas automaticamente ao cessionário mediante a realização da cessão do crédito representado pela CCI. Os pagamentos do valor principal e dos juros são normalmente realizados periodicamente, não existindo exigência de intervalo mínimo entre esses, que também podem ser realizados de uma única vez no vencimento (*bullet*).

3.3.2 – Estrutura Operacional

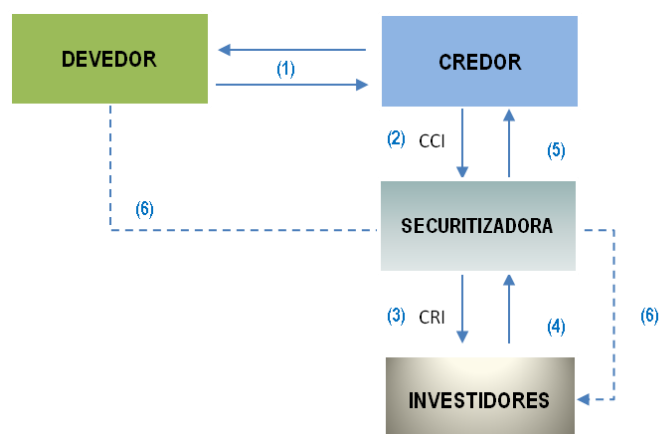
Uma das principais vantagens das negociações de CCIs é que essas, por não dependerem de autorizações dos devedores dos créditos imobiliários, proporcionam

uma agilidade nesse processo sendo uma característica essencial para adequar o crédito imobiliário às condições de negociação no mercado financeiro e de capitais.

As CCIs podem ser cedidas a uma Companhia Securitizadora Imobiliária para lastrear uma emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Como veremos no fluxo a seguir.

O CREDOR que possui um fluxo de recebíveis futuros do DEVEDOR emite a CCI com a finalidade de antecipar esses fluxos. Dessa maneira, esse título é cedido para a SECURITIZADORA que utilizará o seu fluxo de recebimento para lastrear o CRI emitido. Esse CRI será negociado no mercado e adquirido por INVESTIDORES. Assim que o DEVEDOR efetuar os pagamentos, esses recursos serão transferidos diretamente para a SECURITIZADORA que será responsável por remunerar os INVESTIDORES.

Figura 4 – Emissão de CCI x CRI



Fonte: Elaborado pelo Autor

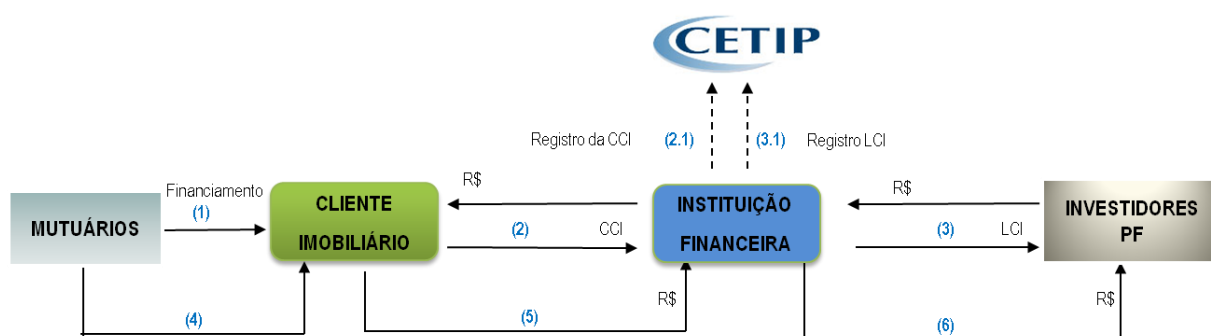
1. A empresa Credora possui direitos de crédito imobiliário parcelados contra o Devedor, que gera um fluxo financeiro futuro;
2. A credora emite CCIs lastreadas nos direitos de crédito e cede as CCIs para a Securitizadora;
3. A Securitizadora emite CRIs lastreados nas CCIs e os coloca no mercado;
4. A colocação dos CRIs capta recursos dos investidores para a Securitizadora;
5. A Securitizadora utiliza os recursos captados para pagar à empresa credora pela cessão dos CCIs;
6. Ao longo da operação o fluxo financeiro do pagamento das parcelas dos direitos de crédito vão diretamente para a Securitizadora, que utiliza os recursos para remunerar os investidores de acordo com o estabelecido no Termo de Securitização.

Nesse contexto, as cédulas são utilizadas para lastrear as operações de CRI pelas Companhias Securitizadoras. Entretanto, essas também podem ser utilizadas pelas

instituições financeiras com o objetivo de lastrear as emissões de Letras de Crédito Imobiliárias (LCI) como veremos no fluxo abaixo.

O CLIENTE IMOBILIÁRIO que possui um fluxo de recebíveis futuros do MUTUÁRIO cede essa carteira de recebíveis para uma INSTITUIÇÃO FINANCEIRA, através da emissão de uma CCI com a finalidade de antecipar esses recursos. A INSTITUIÇÃO FINANCEIRA emite uma LCI, lastreada no fluxo de recebimento da CCI, que será negociada no mercado e adquirida por INVESTIDORES. Assim que os MUTUÁRIOS efetuarem os pagamentos, esses recursos serão transferidos para o CLIENTE IMOBILIÁRIO que no vencimento da CCI repassará os recursos para a INSTITUIÇÃO FINANCEIRA. Essa será responsável por remunerar os INVESTIDORES que adquiriram às LCIs.

Figura 5 – Emissão de CCI x LCI



Fonte: Elaborado pelo Autor

1. CLIENTE IMOBILIÁRIO financia imóveis a MUTUÁRIOS com garantia de alienação fiduciária ou hipoteca.
2. A Instituição Financeira adquire a carteira de recebíveis imobiliários garantidos por hipoteca ou alienação fiduciária, através de uma CCI.
 - 2.1 Instituição Financeira registra a CCI na CETIP.
3. A Instituição Financeira emite a LCI em favor de um cliente pessoa física ("INVESTIDOR PF"). Lembrando que os prazos são os mesmos.
 - 3.1 A LCI é registrada na CETIP.
4. MUTUÁRIOS efetuam o pagamento da parcela em favor do CLIENTE IMOBILIÁRIO.
5. No vencimento da CCI de cada parcela, o CLIENTE IMOBILIÁRIO efetua o pagamento à Instituição Financeira.

=> Em caso de inadimplência da CCI, a Instituição Financeira deverá exercer suas garantias.
6. No vencimento de cada parcela, a Instituição Financeira efetua o pagamento da LCI ao INVESTIDOR PF, desde que o lastro (CCI) tenha sido pago pelo CLIENTE IMOBILIÁRIO.

=> No caso de inadimplência da LCI, o INVESTIDOR terá direito de exercer a garantia.

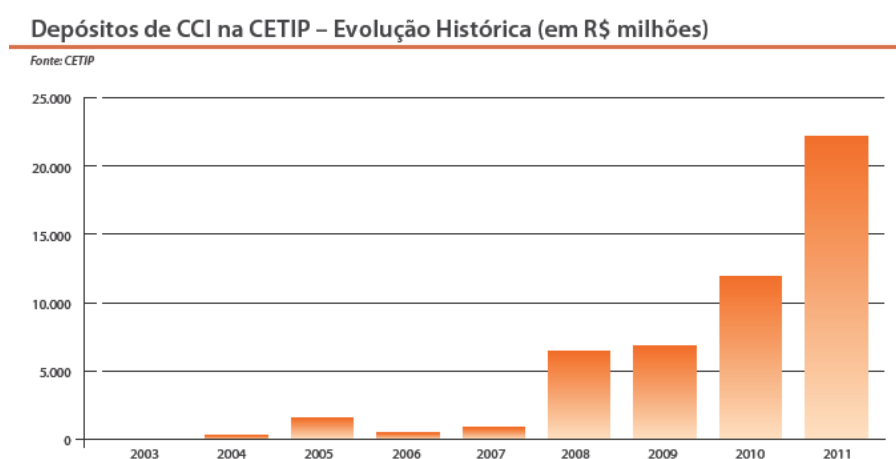
Nas duas estruturas apresentadas acima verificamos que as CCIs são responsáveis por auxiliar as operações de CRI e LCI conferindo-lhes uma maior eficiência operacional, simplificando e facilitando o processo de cessão de crédito. Para as instituições financeiras e para as companhias securitizadoras, esse instrumento

proporcionou uma maior agilidade para a captação de recursos no mercado de capitais. Apresentando uma expansão significativa nos últimos anos como veremos a seguir.

3.3.3 – Mercado Atual

Seguindo o crescimento do mercado imobiliário, as CCI's apresentaram um crescimento considerável nos últimos anos. De acordo como relatório anual da Uqbar, o montante anual de depósitos destes títulos na CETIP, depois de já ter quase dobrado em 2010 em relação ao ano anterior, alcançou um volume de R\$ 22,16 bilhões em 2011. No mesmo passo, o estoque de CCI na CETIP aumentou de R\$ 12,70 bilhões no final de 2009 para R\$ 43,79 bilhões no fechamento de 2011, apresentando uma aumento de 345% nesses 2 anos.

Gráfico 9 – Depósitos de CCI na CETIP



Fonte: Anuário Finanças Estruturadas 2012, Uqbar

Os principais investidores desses títulos são as companhias securitizadoras, pois conferem uma maior agilidade para as negociações de créditos uma vez que a cessão pode ser feita mediante o endosso no próprio título, sem necessidade de uma formalização com um contrato de cessão.

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) são veículos alternativos às companhias securitizadoras que também possibilitam a securitização dos recebíveis, como veremos a seguir.

CAPÍTULO 4 – FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

Este capítulo tem como objetivo apresentar mais detalhadamente um dos veículos de securitização de recebíveis: o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. Analisando sua estrutura operacional, seus participantes, seus riscos e benefícios.

Na seção 4.1 será apresentada a base legal dessa estrutura.

Na seção 4.2 será apresentada a sua estrutura operacional, destacando o processo de securitização realizado por esse veículo.

Na seção 4.3 serão abordados os participantes dessa estrutura: o consumidor, originador, agência classificadora de riscos, auditor, investidor, administrador, gestor, custodiante e assessor legal.

Na seção 4.4 destacaremos os riscos dessa operação.

Na seção 4.5 serão demonstrados os gatilhos utilizados para proteger essa estrutura, tais como os fundos de reserva, o excesso de spread e as cotas subordinadas.

Na seção 4.6 serão apresentados os números do setor e sua situação no mercado de capitais brasileiro, destacando o segmento de FIDCs imobiliários e suas perspectivas.

4.1 – Base Legal

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) foram criados através da Resolução nº 2907 de 2001 do CMN e regulamentados pela Instrução CVM 356 do mesmo ano, com nova redação dada pela Instrução CVM 393 em 2003. Esses tinham como finalidade permitir a securitização de títulos de crédito no mercado brasileiro, de forma muito similar a dos Asset Backed Securities (ABS) americanos.

Os FIDCs são classificados pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBIMA) como instrumentos de renda fixa e são destinados a investidores qualificados (instituições financeiras, companhias securitizadoras, investidores que possuam aplicados valores superiores a R\$ 300.000,00, etc.), devendo receber um montante mínimo de R\$ 25.000,00 por investidor.

A captação de recurso é feita através da distribuição de cotas cujas remunerações e resgates estão vinculados ao desempenho dos ativos (direitos creditórios em sua maioria e outros ativos de renda fixa em menor parte) pertencentes ao fundo. Os ativos pertencentes à carteira de um FIDC devem ser constituídos por um mínimo de 50% em Direitos Creditórios.

As cotas de um FIDC podem ser divididas basicamente em duas classes, seniores e subordinadas. As cotas seniores não se subordinam às demais para efeito de amortizações e resgates. Já as cotas subordinadas como o próprio nome já diz, se subordinam às demais para fins de amortizações e resgates podendo ainda ser dividida em “subclasses”. Como as cotas subordinadas deixariam a operação após as cotas seniores, elas absorveriam um eventual prejuízo em decorrência de eventual perda, como por exemplo, a inadimplência dos recebíveis. [ANFAC, 2009]. Na maioria dos fundos, este tipo de cota não é distribuído ao mercado. Diante de sua característica e do maior grau de risco, estas cotas são adquiridas pela empresa cedente (originadora) dos direitos creditórios.

Não há regime fiduciário para o patrimônio do fundo, ou seja, todos os cotistas têm direitos sobre o patrimônio total, de acordo com as respectivas classes e séries de cotas. As cotas poderão ter dois níveis de classes - sênior e subordinada – para efeito de prioridade na amortização e resgate, devendo ser escriturais e mantidas em conta de depósitos em nome de seus titulares.

Dependendo da nota atribuída a estes fundos pela agência classificadora de risco (rating), eles podem oferecer alta qualidade de crédito, mitigação de riscos e diversificado lastro em comparação a outros fundos de renda fixa tradicionais e mesmo títulos públicos emitidos pelo governo, os quais ainda compõem a grande parte da carteira dos investidores institucionais (fundos de pensão).

O FIDC quando classificado como aberto permite que seus cotistas efetuem resgates a qualquer momento, desde que respeite as condições estabelecidas no regulamento do fundo. Em um fundo fechado, por outro lado, os cotistas só poderão resgatar por ocasião de encerramento do fundo, conforme prazos e condições previamente estabelecidos, ou ainda, caso ocorra uma liquidação antecipada.

A regulamentação controla com rigor as despesas de um FIDC, sendo os recursos do fundo destinados a despesas inerentes à atividade básica de comprar e vender os ativos especificados no regulamento. Outras despesas não previstas como encargos do fundo devem ser pagas pelo administrador.

4.2 – Estrutura Operacional

O procedimento geral adotado na securitização através de FIDCs ocorre quando há a necessidade de antecipação dos recebíveis gerados pela empresa cedente, que neste caso é a originadora. Os direitos creditórios devem possuir características parecidas e possuir um histórico de pagamento para que seja feita uma análise de risco na carteira de créditos.

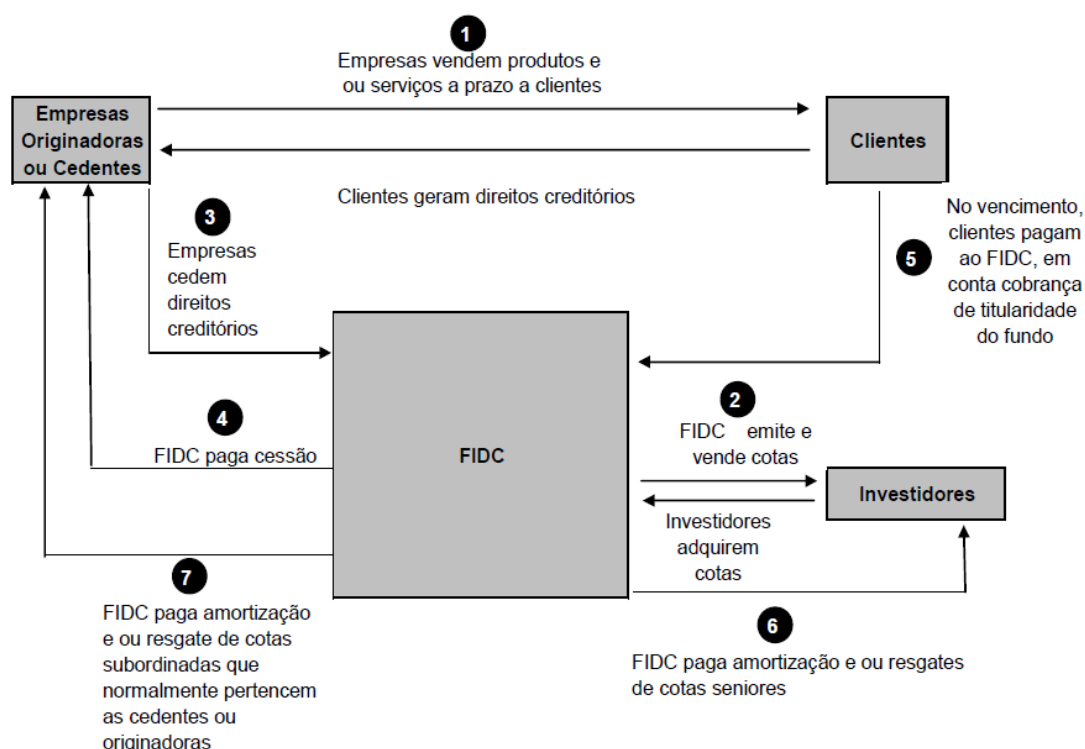
O FIDC irá adquirir estes ativos com vencimentos futuros através de uma cessão de créditos onde o fundo irá pagar com deságio pelos títulos adquiridos, já que eles são de maturidade futura, possuem uma determinada classificação de risco, possuem custo de oportunidade, entre outros motivos, dentre os quais pagar todas as partes envolvidas.

Os recursos utilizados pelo fundo para pagamento dos direitos creditórios serão provenientes da emissão de cotas no mercado de capitais (emissão de valores mobiliários) e a remuneração destas cotas se dá pela diferença paga pelos recebíveis. Esta rentabilidade ficará condicionada ao efetivo pagamento dos créditos adquiridos.

O risco de inadimplência da carteira de créditos interferir na remuneração dos cotistas é bastante reduzido, já que o fundo pode diversificar seu portfólio de títulos adquiridos e o valor pago por estes recebíveis fora calculado já conhecendo seu histórico de inadimplência.

A estrutura a seguir representa o fluxo operacional de forma simplificada:

Figura 6 – Estrutura de FIDC



Fonte: Elaborado pelo autor com base no livro da ANDIMA, Produtos de captação – FIDC: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, 2006. Pág 19 Disponível no site: www.andima.com.br.

4.3 – Participantes da Estrutura

Analisando detalhadamente a estrutura dos FIDCs, percebemos que existem outras partes envolvidas no processo de securitização além das que estão demonstradas no diagrama acima. Explicaremos todas as seguintes partes envolvidas: consumidor, originador, agência classificadora de risco, auditor, investidor, administrador, gestor, custodiante e assessoria legal.

4.3.1 – Consumidor

O consumidor está no início do processo de securitização, pois adquire bens e serviços a prazo, contraindo uma obrigação a pagar com as empresas prestadoras de serviço. Existem outras denominações para o consumidor, como: cliente, mutuário ou sacado. A remuneração do investidor dependerá do cliente honrar com sua dívida na data correta de vencimento, ou seja, a ponta inicial do processo influencia diretamente e totalmente na remuneração da ponta final, o investidor.

4.3.2 – Originador

O originador é responsável pela geração dos recebíveis, que de forma simplificada ocorre a partir da venda de produtos a prazo, da prestação de serviços para pagamento futuro, através da concessão de empréstimos ou financiamento de bens. A venda destes ativos gera capital de giro para que a empresa possa evoluir suas atividades operacionais, além de isentar o risco de inadimplência (caso não opte pelo direito de regressão ou retrocessão no momento em que o crédito é cedido) e o custo do controle e manutenção da carteira de crédito.

Estes ativos registrados inicialmente no balanço da empresa originadora como “Duplicatas a Receber” são transferidos para a entidade emissora, de forma que a contrapartida será o “Caixa”. As vantagens estão na captação de recursos sem piora do “Passivo” da empresa (não aumenta o nível de endividamento). Esta captação pode ter um menor custo, pois os direitos creditórios estão desvinculados de uma possível falência do originador.

A securitização é uma forma alternativa de financiamento que permite um melhor gerenciamento dos ativos e passivos da empresa, além de possuir, muitas vezes, custos inferiores às formas tradicionais de financiamento.

4.3.3 – Agência de Rating

A nota da agência classificadora de risco (rating) é usada pelos investidores na escolha do ativo a ser investido. Esta nota estará baseada na qualidade dos direitos creditórios pertencentes à carteira do fundo, dos quais podemos citar alguns, como: o risco relacionado à taxa de juros; ao tipo de recebível; à liquidez; à qualidade de crédito; à concentração; a estrutura do fluxo de caixa, que considera a inadimplência dos títulos da carteira, a possibilidade de pré-pagamento dos direitos creditórios, o prazo dos recebíveis e as obrigações do fundo com os cotistas; e a solidez jurídica que está baseada nos riscos legais envolvidos na operação.

Esta avaliação é exigida de tempos em tempos, variando de acordo com o tipo de fundo e com a regulamentação em vigor. Com isso podem ocorrer modificações em relação a última avaliação. Quando se trata de uma mudança positiva, podemos chamar

de upgraded (melhora na classificação de risco) e quando esta mudança é negativa, chamamos de downgraded (piora na classificação de risco).

Podemos citar as seguintes agências classificadoras de risco presentes no Brasil: Standard & Poor's (S&P), Moody's, Fitch Rating, LF Rating, SR Rating e Austing.

Segundo a Moody's, a nota de rating é considerada como sendo uma opinião da agência sobre a capacidade do fundo de gerar retornos positivos dado o seu nível de risco. As notas de rating são usadas para guiar os investidores na análise e para expandir sua diversidade de investimentos. Seguem as notas no diagrama a seguir:

Figura 7 – Rating S&P

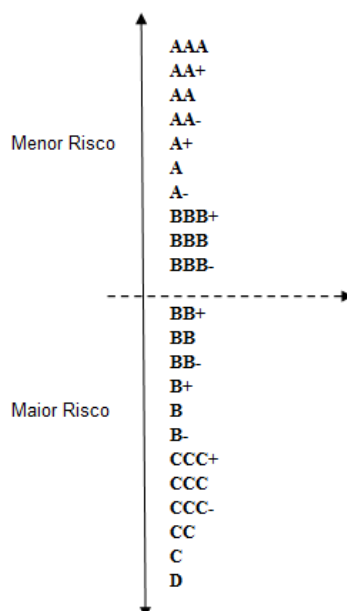


Diagrama 3 –Diagrama de rating (classificação de risco) adotada pela Standard & Poor's (S&P)

Fonte: GAGGINI, Fernando Schwarz. Securitização de Recebíveis, pg 65.

4.3.4 – Auditor

De acordo com as exigências regulamentares (ICVM 356), é necessário no momento da constituição do FIDC informar à CVM a instituição contratada para auditar o fundo. Esta empresa desempenhará a auditoria anual nas demonstrações financeiras do fundo, além de muitas vezes auditar trimestralmente os recebíveis pertencentes à carteira, conhecido como demonstrativo trimestral de verificação do lastro.

4.3.5 – Investidor

Indispensável que o investidor seja um cotista qualificado, ou seja, instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio em que declare possuir conhecimento suficiente para analisar as melhores opções de investimentos, com conhecimento no mercado financeiro para poder ponderar e assumir riscos em detrimento de um maior retorno.

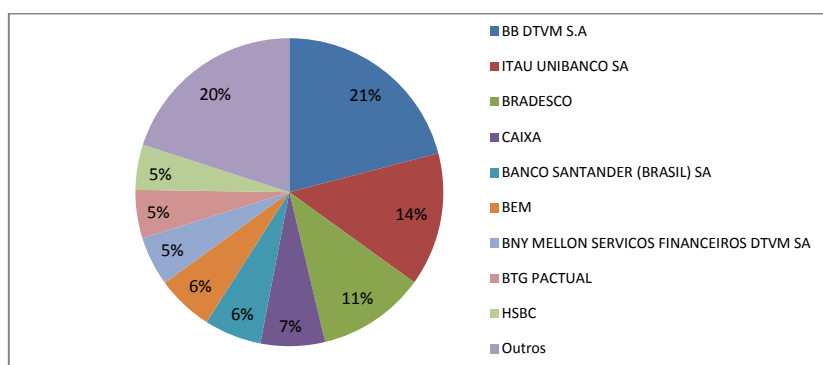
4.3.6 – Administrador

O administrador deve ser instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, com previsão estatutária/contratual que atenda aos limites mínimos de capital previstos nas normas do Banco Central. Pode ser então banco múltiplo, banco de investimento, banco comercial, sociedade de crédito, Caixa Econômica Federal, corretoras de títulos e valores mobiliários (CTVM) e distribuidora de títulos e valores mobiliários (DTVM).

O administrador é o representante legal do fundo e com isso é responsável pela prática dos atos necessários para manter a ordem operacional e administrativa. Seus deveres e obrigações podem ser encontrados no regulamento do fundo.

No gráfico a seguir podemos verificar as principais instituições administradoras e notar que mais de 50% dos fundos estão concentrados em apenas quatro administradores, conforme dados da ANBIMA de abril de 2012.

Gráfico 10 – Ranking de Administradores



Ranking dos Administradores de fundos de investimento por Market Share (abril 2012)

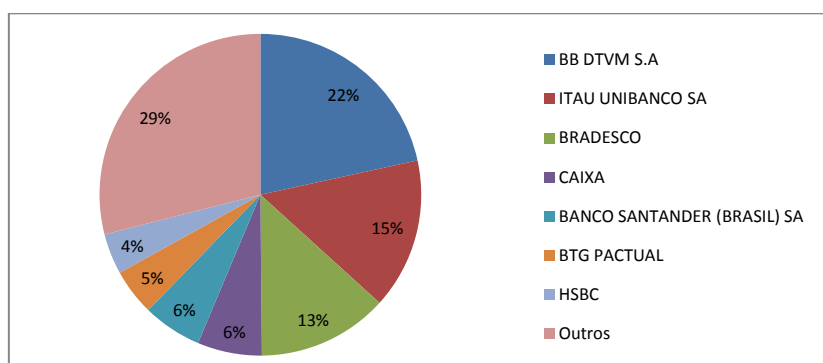
Fonte: ANBIMA – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. Ranking e Estatísticas.

4.3.7 – Gestor

Empresa contratada pela instituição administradora para gerir os ativos pertencentes à carteira do fundo de acordo com a política de investimento estabelecida no regulamento. O gestor deve ser uma pessoa jurídica domiciliada ou com sede no país.

No gráfico abaixo verificamos que os maiores bancos brasileiros são os principais gestores de fundos investimento (Banco do Brasil, Itaú Unibanco e Bradesco).

Gráfico 11 – Ranking de Gestores



Ranking dos Gestores de fundos de investimento por Patrimônio Líquido (abril de 2012)

Fonte: ANBIMA – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. Ranking e Estatísticas.

4.3.8 – Custodiante

O custodiante deve ser uma instituição financeira credenciada na CVM para desempenhar o papel da guarda, formalização dos ativos e verificação da existência dos títulos do contratante, que nesse caso é o fundo. Podemos citar algumas

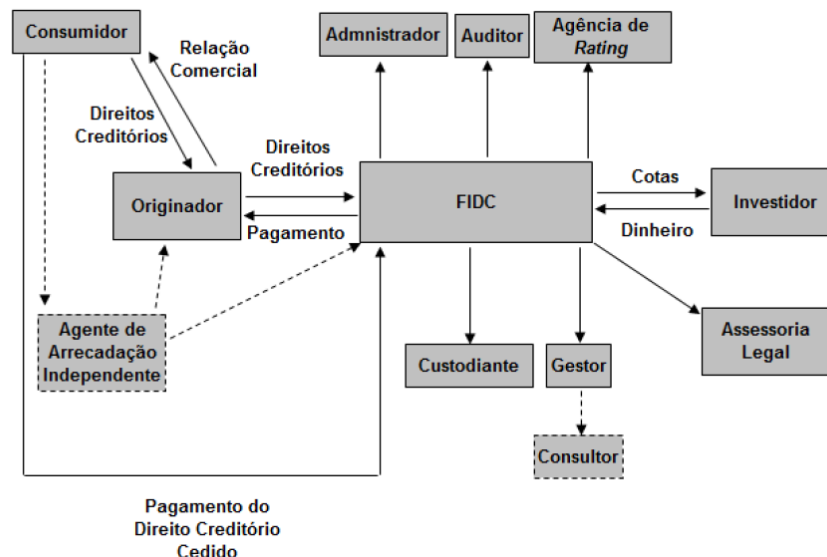
responsabilidades do custodiante como: a guarda e cobrança de documentos, validação física e financeira e outras obrigações. As atividades de cobrança e custódia da documentação comprobatória do fundo, muitas vezes são terceirizadas pelo custodiante para a própria originadora. Esta instituição pode ser considerada a segunda mais importante, ficando atrás apenas do administrador do fundo.

4.3.9 – Assessoria Legal

A elaboração e análise de toda a documentação do fundo como os contratos de cessão, regulamento, contratos com as partes envolvidas (gestão, custódia, cobrança, etc) e prospecto exige o envolvimento normalmente de escritórios advocatícios contratados pelo fundo, que em sua maioria são fundamentais na definição da estrutura jurídica.

Na estrutura abaixo podemos verificar a complexidade e as diversas partes envolvidas em uma estrutura de FIDC. As setas e os quadros tracejados são os únicos no diagrama que não são obrigatórios.

Figura 8 – Estrutura de FIDC Completa



Fonte: Elaborado pelo autor

4.4 – Tipos de Risco

Os principais interessados nos riscos que os FIDCs incorrem são os investidores, que em conjunto com as agências classificadoras de risco avaliarão os seguintes pontos principais: o risco relacionado aos ativos-lastros e o risco relacionado à estrutura.

4.4.1 – Riscos Pertinentes aos Ativos-Lastros

Os dois principais riscos relacionados aos ativos-lastros são classificados da seguinte forma: risco de crédito e risco de pré-pagamento. Vamos entendê-los separadamente.

Ao selecionar e transferir os recebíveis de uma originadora (com isso transfere o risco de crédito) para um determinado FIDC, o investidor que irá adquirir suas cotas não estará vulnerável a situação da empresa que cedeu os direitos e sim aos ativos pertencentes à carteira negociada. O risco destes títulos negociados está relacionado tanto à inadimplência quanto ao atraso no pagamento de juros e/ou principal pelos devedores dos direitos creditórios, ocasionando redução nos ganhos ou perdas financeiras até o valor das operações contratadas e não liquidadas.

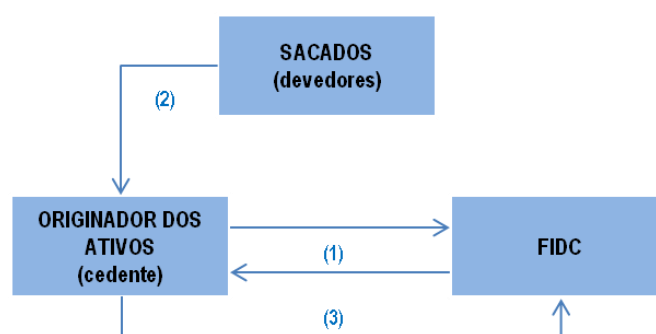
O pré-pagamento ou pagamento antecipado é o evento em que o devedor (cliente) liquida definitivamente seu contrato de dívida, com desconto proporcional dos juros futuros (juros estes aplicados no momento inicial em que o indivíduo contraiu a dívida). Nesse caso, a expectativa de geração de receita futura, oriunda do direito creditório adquirido pelo fundo, e liquidado antecipadamente, não se concretiza. Os pré-pagamentos podem representar risco de descasamento de taxa de juros, que se verificará na relação entre a taxa de juros dos recebíveis e a taxa de cessão desses créditos ao FIDC, podendo afetar a rentabilidade dos cotistas. Este risco só ocorre nos FIDCs em que é dado desconto proporcional no pagamento dos recebíveis pelos clientes.

4.4.2 – Riscos Pertinentes à Estrutura

Os dois principais riscos relacionados à estrutura são classificados da seguinte forma: risco de fungibilidade e risco de liquidez. Vamos entendê-los separadamente.

Em algumas estruturas de FIDCs o cedente recebe o valor financeiro do pagamento dos direitos creditórios e repassa para o fundo. Neste tipo de estrutura existe o risco de fungibilidade, pois o repasse dos pagamentos recebidos pode ser retido ou atrasado. As figuras a seguir demonstram a estrutura com esse tipo de risco e sem esse tipo de risco.

Figura 9 – Estrutura com Risco de Fungibilidade

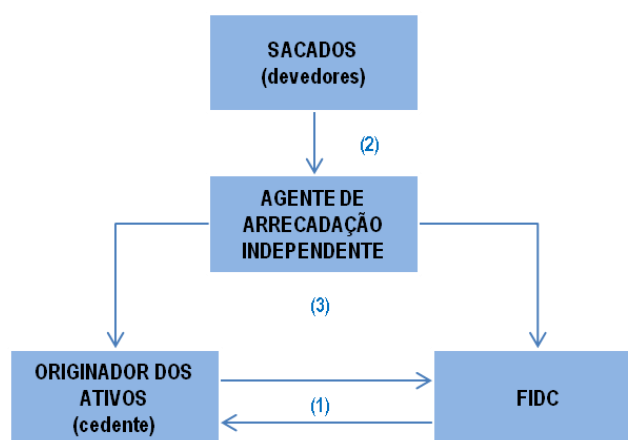


Fonte: Elaborado pelo autor

1. O Originador dos Ativos a fim de se capitalizar vende parte de seus ativos (Direitos Creditórios) para o FIDC;
2. Os sacados realizam os pagamentos das parcelas devidas;
3. O Originador dos Ativos recebe os recursos e repassa para o FIDC os pagamentos referentes aos Direitos Creditórios cedidos anteriormente.

Na estrutura acima o devedor original (sacado) continua pagando para o cedente, que fará a separação e transferência do que é de direito do FIDC.

Figura 10 – Estrutura sem Risco de Fungibilidade



Fonte: Elaborado pelo autor

1. O Originador dos Ativos a fim de se capitalizar vende parte de seus ativos (Direitos Creditórios) para o FIDC;
2. Os sacados realizam os pagamentos das parcelas devidas;
3. O Agente de Arrecadação transfere os recursos recebidos para as partes detentoras dos ativos (Direitos Creditórios).

Na estrutura anterior o devedor original (sacado) paga para um agente de arrecadação independente (contratado pelo fundo), que fará a separação e transferência do que é de direito do FIDC e o que é do cedente.

Apesar de mencionada estas duas estruturas, a mais comum é o sacado efetuar o pagamento em uma conta cobrança de titularidade do fundo. Com isso, todo crédito que entrar nessa determinada conta será transferido para a conta corrente do fundo, pois apenas os créditos cedidos ao FIDC poderão ser pagos nessa conta específica.

O risco de liquidez se refere à possibilidade de atraso no pagamento de rendimento, amortização ou resgate aos cotistas (investidores) por falta de recursos líquidos suficientes na carteira do fundo. Este risco é possivelmente mitigado com a criação de uma reserva de liquidez ou através de uma carta de crédito, na qual uma instituição financeira se comprometeria a disponibilizar o recurso a título de adiantamento.

4.5 – Suportes de Crédito

Os suportes de crédito são estruturas criadas para mitigar ou diminuir os diferentes riscos de créditos, alguns já apresentados acima. Descreveremos abaixo os três suportes de crédito mais comuns nos FIDCs: estruturas de cotas seniores / subordinadas (mínimo de subordinação), fundos de reserva e excesso de spread (margem adicional).

4.5.1 – Estruturas de Cotas Seniores/Subordinadas

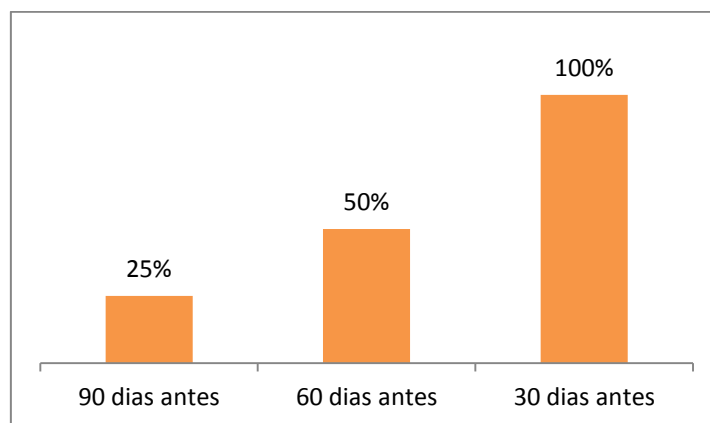
Este mecanismo de suporte é o mais comum de todos os FIDCs. Sua estrutura é definida pela relação mínima entre as cotas seniores e subordinadas, ou seja, quanto maior é a participação das cotas subordinadas no Patrimônio Líquido do fundo, maiores são as garantias das cotas seniores. Isto ocorre porque a cota subordinada, como diz o nome, se subordina as demais para efeito de pagamentos, amortizações e regates. Este percentual de subordinação deve ser definido no regulamento do fundo. As cotas subordinadas por incorrerem em um maior grau de risco, também possuem um maior objetivo de retorno.

4.5.2 – Fundos de Reservas

O objetivo deste mecanismo é manter líquido e com baixo risco de crédito parte dos recursos captados (aplicados, por exemplo, em fundos de renda fixa ou em títulos do tesouro, de alta liquidez e rápida disponibilidade), possibilitando ao fundo honrar com os pagamentos aos cotistas. Os tipos de fundos de reserva mais utilizados são

chamados de reserva de liquidez e reserva de fungibilidade. A reserva de liquidez (demonstrada no gráfico abaixo) ocorre quando o recurso líquido é provisionado e disponibilizado com antecedência às datas de pagamento.

Gráfico 12 – Hipótese de Reserva de Liquidez



Fonte: Elaborado pelo autor

A figura anterior demonstra uma hipótese de reserva de liquidez, no qual 25% dos recursos líquidos devem ser disponibilizados 90 dias antes de qualquer um dos eventos mencionados anteriormente, 50% dos recursos 60 dias e a totalidade dos recursos 30 dias antes. Este percentual pode variar, mas deve sempre estar explícito no regulamento do FIDC.

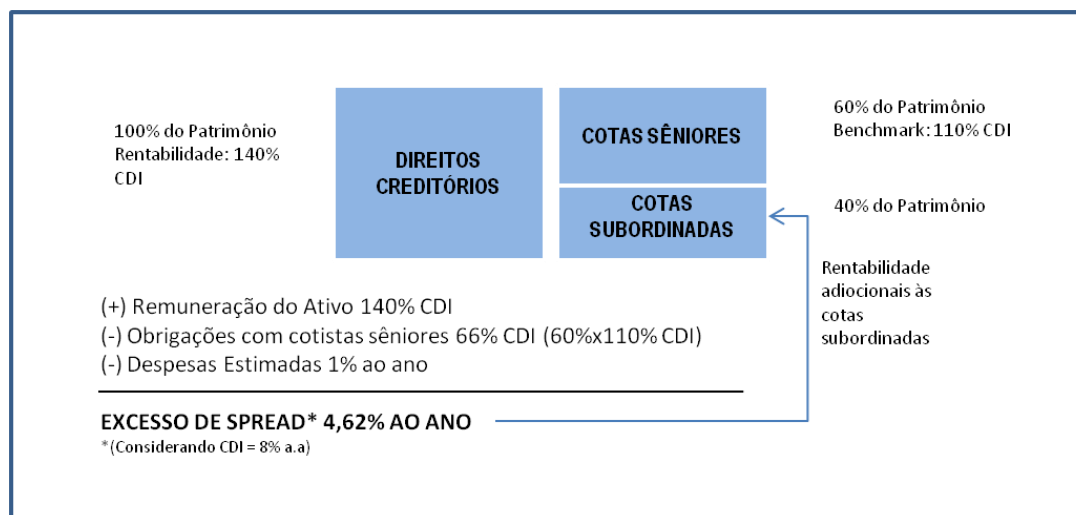
A reserva de fungibilidade também possui o mesmo objetivo da reserva de liquidez, ou seja, ela busca garantir recursos adicionais aplicados em ativos de liquidez para também fazer frente aos pagamentos dos investidores. No entanto, ela é criada para suprir os riscos de determinadas estruturas em que os recursos devidos ao FIDC possam ser temporariamente retidos, atrasados ou desviados.

4.5.3 – Excesso de Spread (Margem Adicional)

O excesso de spread se dá por uma diferença substancial de rentabilidade entre seus ativos (direitos creditórios e títulos financeiros) e seu passivo (remuneração da classe sênior e subordinada). No diagrama a seguir, caso não haja inadimplência dos ativos pertencentes à carteira do fundo, a remuneração que for superior ao rendimento da classe sênior é absorvida pelo cotista subordinado, da mesma forma que este é o primeiro a perceber sempre que há alguma perda. Devido ao excesso de spread e quanto

maior este o for, o fundo tende a apresentar um maior crescimento do valor de suas cotas subordinadas e, conseqüentemente, de seu nível de subordinação. O gráfico abaixo demonstra uma hipótese de excesso de spread.

Figura 11 – Cálculo de Excesso de Spread



Fonte: Elaborado pelo autor

Memória de cálculo do diagrama acima:

$$\cdot 4,62\% = [140\% \cdot \text{CDI} - 60\% (110\% \cdot \text{CDI})] - 1\%$$

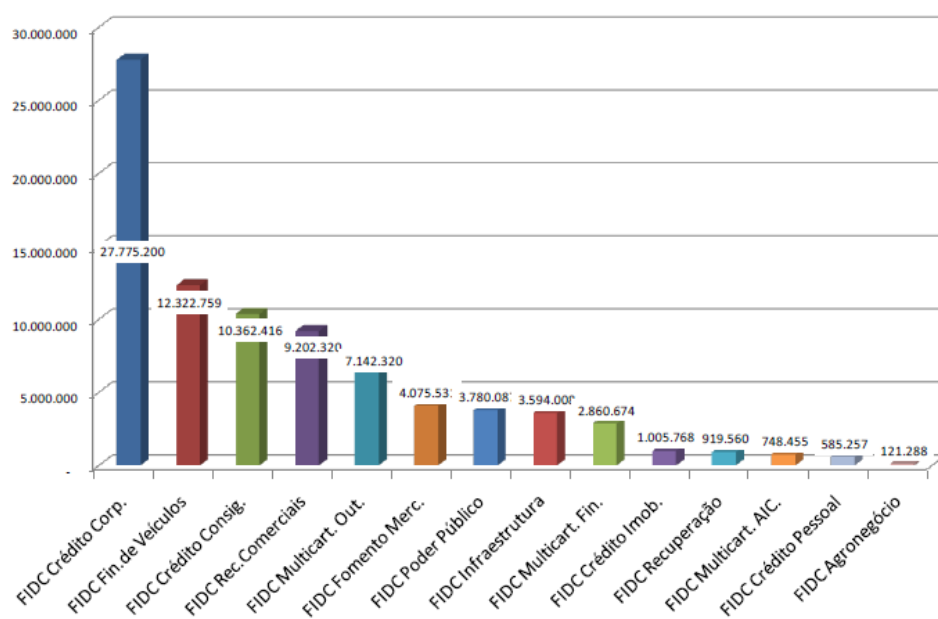
Na hipótese acima, podemos verificar que a remuneração pretendida e estipulada no regulamento do fundo para o cotista sênior é de 110% do CDI. Neste caso, o Patrimônio do fundo é composto por 60% de cotas seniores e 40% de subordinadas. A remuneração dos direitos creditórios e títulos financeiros pertencentes à carteira do fundo (100% do patrimônio líquido) no momento da análise é de 140% do CDI, fazendo com que este valor seja suficiente para pagar a rentabilidade sênior e a diferença do retorno (entre o cotista sênior e a rentabilidade da carteira) seja do subordinado (que normalmente é a empresa cedente). O percentual de excesso de spread neste exemplo foi de 4,62% a.a e pode ser encontrado no momento em que deduzimos a rentabilidade do cotista sênior (66% do CDI), pela rentabilidade do fundo (140% do CDI), multiplicamos em seguida pelo percentual do CDI (8% a.a) e diminuímos as despesas estimadas durante o ano (1% a.a).

4.6 – Mercado Atual

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) são importantes veículos de securitização no país. Esses fundos tem viabilizado financiamento para diversos setores da economia através da aquisição de diversos tipos de direitos creditórios.

Segundo dados divulgados pela ANBIMA em abril desse ano, o mercado de FIDCs brasileiro apresenta um volume total de aproximadamente R\$ 85 bilhões, distribuídos em 320 fundos de 14 modalidades distintas, com mais de 4.300 investidores. Analisando os gráficos abaixo percebemos que esse mercado está concentrado principalmente no segmento de Fomentos Mercantis, que representa mais de 30% desse mercado.

Gráfico 13 – PL FIDC por foco – R\$ mil

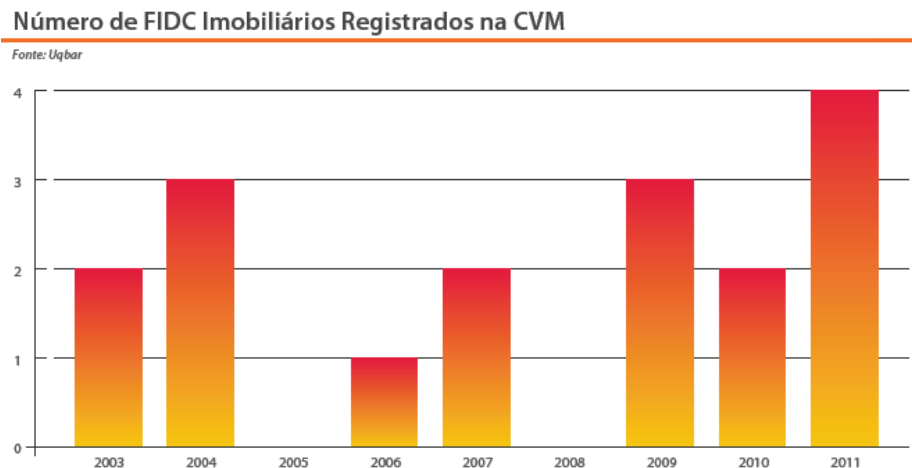


Fonte: Relatório do Workshop de Securitização –FIDC E CRI- Comitê de FIDCs da ANBIMA- 2012

Entretanto, ao analisar o segmento imobiliário, podemos perceber que esse veículo ainda não tem uma representação muito expressiva nesse setor. Segundo dados divulgados na Uqbar, em 2011 esse mercado retomou o crescimento com a captação de mais de R\$ 179,7 milhões através da emissão de cotas de FIDC com lastro em recebíveis imobiliários. Esse pode ser considerado o melhor ano da história desse

segmento com o registro de novos quatro fundos na CVM, como podemos observar no gráfico abaixo.

Gráfico 14 – Número de FIDC Imobiliário



Fonte: Anuário Finanças Estruturadas 2012, Uqbar

Segundo o relatório da Uqbar: “O Patrimônio Líquido consolidado do conjunto de FIDC com lastro imobiliário vem crescendo paulatinamente, em cima de uma base ainda diminuta, tendo alcançado R\$ 616,3 milhões em 31 de dezembro de 2011, para um total de nove fundos em atividade naquela data”. Representado, dessa forma, um aumento nesse mercado que nos próximos anos tende a se desenvolver proporcionando benefícios tanto para os cedentes quanto para os investidores.

CONCLUSÃO

Ao longo desse trabalho analisamos a evolução do mercado imobiliário brasileiro, principalmente no que tange as suas regulamentações e fontes de financiamento.

As inovações proporcionadas pelos instrumentos do mercado de capitais foram essenciais para o desenvolvimento do setor. Entretanto, para que tal ocorresse foi necessário a instituição de uma base legal bem fundamentada, assim como um sistema confiável de registro: a CETIP. Esses elementos foram de suma importância para proporcionar segurança e confiança aos ativos desse mercado, atraindo cada vez mais investidores.

Analizando os números divulgados nesse trabalho, podemos concluir que o setor imobiliário está vivenciando uma expansão jamais vista na história do país, com uma demanda crescente pelos empreendimentos imobiliários, elevando os preços a patamares insustentáveis pela renda média da população. Esse pode ser um indicativo de bolha imobiliária, entretanto, como mostramos ainda não há grandes indícios de que o Brasil seguirá os passos norte-americanos.

O mercado de capitais deve estar alinhado com o cenário econômico vivenciado no país. Atualmente, o Brasil apresenta um aumento do nível da renda e da concessão de crédito para toda população, o que estimula o consumo, principalmente de bens duráveis como carros e imóveis. Esse cenário incentiva o crescimento do mercado de capitais, sendo esse uma das principais fontes de financiamento desses créditos.

Vale ressaltar que o mercado de títulos está estruturado baseando-se na perspectiva de manutenção desse cenário econômico positivo, sendo um mercado extremamente elástico. Dessa maneira, poderá sofrer uma queda drástica caso haja uma leve mudança no contexto econômico.

Podemos traçar dentro desse panorama de crescimento uma série de fatores econômicos e conjunturais que foram essenciais para estimular o desenvolvimento do setor:

- o aumento da renda da população e o conseqüente aumento na demanda por imóveis e financiamentos habitacionais;

- a redução dos juros;
- o controle da inflação;
- a necessidade de busca por fontes alternativas de financiamento;

Esses fatores estimularam o governo e o mercado de capitais a criarem regras e instrumentos que fossem capazes de atender a demanda do setor, coordenando o seu crescimento. Assim, conferindo-lhe uma maior transparência, liquidez e seguridade, fatores essenciais para atrair novos investidores para o segmento.

Como explicado anteriormente, o desenvolvimento de um setor da economia estimula diversos outros setores correlacionados ou não. Dessa maneira, o desenvolvimento de novos centros urbanos em áreas que outrora eram desocupadas incentivou o crescimento das indústrias diretamente ligadas ao setor como as de cimento e materiais de construção, mas também indiretamente como as de transporte e saneamento que devem ser instaurados nas novas áreas desenvolvidas.

Apesar de estar em expansão, o mercado imobiliário brasileiro ainda não é capaz de atender a demanda de toda a população, existindo um déficit habitacional altíssimo no país, que incentiva o processo de favelização. Nesse contexto, os projetos habitacionais desenvolvidos pelo Governo Federal voltados para atender as classes mais baixas ainda não se mostram suficientes e eficientes.

Embora já tenha sido percorrido um longo caminho e parcela considerável de recursos já tenha sido aplicada no setor, ainda existe um longo caminho a percorrer para que sejam atingidos os padrões dos países desenvolvidos. É fundamental que seja mantido e aumentado o nível de emprego, a manutenção das políticas de distribuição de renda e de juros baixos e, sobretudo, a manutenção e ampliação das normas e fiscalizações inerentes ao mercado financeiro e imobiliário.

O mercado imobiliário tem nas instituições financeiras e nos fundos de investimento os principais tomadores dos títulos securitizados, que alimentam o desempenho desse segmento da economia. A quebra de confiança desses investidores, por conta de um aumento da inadimplência, ou de casos de default, ainda que isolados, pode desencadear um retrocesso na captação de recursos, com sérias consequências para o setor habitacional e na economia do Brasil como um todo.

ANEXO 1

1964	1997	2004
<p>BASE LEGAL</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Sistema Financeiro de Habitação ✓ Lei 4.238/64 ✓ Lei 5.170/66 	<p>BASE LEGAL</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Sistema Financeiro Imobiliário ✓ Lei 9.514/97 	<p>BASE LEGAL</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Lei 10.931/04
<p>FONTES DE FUNDOS</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ FGTS ✓ Repasses Governamentais ✓ Investidores do Sistema Financeiro 	<p>FONTES DE FUNDOS</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Investidores- Mercado de Capitais 	<p>FONTES DE FUNDOS</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Investidores- Mercado de Capitais ✓ Investidores do Sistema Financeiro
<p>INSTRUMENTOS</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Caderneta de Poupança ✓ Letras Hipotecárias (LH) 	<p>INSTRUMENTOS</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) 	<p>INSTRUMENTOS</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Letra de Crédito Imobiliário (LCI) ✓ Cédula de Crédito Imobiliário (CCI)
<p>AVANÇOS</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ FGTS ✓ Correção Monetária ✓ Caderneta de Poupança ✓ Banco Nacional de Habitação (BNH) ✓ Letras Hipotecárias (LH) 	<p>AVANÇOS</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ CRI ✓ Cias Securitizadoras ✓ Regime Fiduciário Sobre Créditos Imobiliários ✓ Alienação Fiduciária de Imóveis 	<p>AVANÇOS</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Patrimônio de Afetação ✓ CCI ✓ LCI ✓ Fortalecimento da estrutura de contratos

Fonte: CETIP- Instrumentos de Financiamento Imobiliário no Brasil – Março/2010

BIBLIOGRAFIA

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. Relatório Anual de Fundos de Investimento, 2012. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/relatorios/Pages/default.aspx>>.

ANFAC – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS SOCIEDADES DE FOMENTO MERCANTIL – FACTORING. Fundos de Recebíveis. Disponível no site: www.anfac.com.br.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação. Disponível no site: <http://www.bcb.gov.br/?RELINF>

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ação. Disponível em: <<http://www6.senado.gov.br/sicon/PreparaPesquisa.action>>

CANÇADO, Thais Romano e GARCIA, Fabio Gallo. **Securitização no Brasil.** São Paulo: Editora Atlas, Série Academia-Empresa 5, 2007.

CHALHUB, M. N. **Negócios Fiduciários.** Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CORDEIRO FILHO, Antonio. **Empreendedorismo no Mercado Imobiliário Habitacional.** Ed. Atlas S.A. São Paulo, 2008

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **CVM** Disponível no site: [ww.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

____ Acesso rápido. Consulta Consolidada de Fundos de Investimentos. Disponível em: <<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/defaultCPublica.asp>>.

____ Acesso rápido, Legislação e Regulamentação, ICVM nº 356 de 17 de dezembro de 2001. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>.

____ Acesso rápido, Legislação e Regulamentação, ICVM nº 444, de 08 de dezembro de 2006. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>.

____ Acesso rápido, Legislação e Regulamentação, ICVM nº 409, de 18 de agosto de 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>.

____ Audiência Pública para alterar a CVM nº 356/01. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/Press%20release%20356.asp>

MOODY'S INVESTOR SERVICES. Desmistificando securitização para investidores sem proteção de garantias. Janeiro de 2003. Disponível em: <<http://www.moody's.com.br/brasil/pdf/Desmistificando%20Securitiza%C3%A7%C3%A3o.pdf>>.

____ Fundos de recebíveis (FIDCs): o crescimento e popularização das operações de securitização no Brasil. Outubro de 2004. Disponível em: <http://www.moody's.com.br/brasil/pdf/FIDCs_Analise_Moodys_29Oct2004.pdf>.

____ Sistema de Ratings da Moody's. 2003. Disponível em:
< <http://www.moody's.com.br/brasil/pdf/sistemaderatingmoody's.pdf>>

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONOMICO E SOCIAL - BNDES. Revista do BNDES. Securitização como parte da segregação de risco. Rio de Janeiro, v.6, N.12. Pág. 123 – 136. Borges, Luiz Ferreira Xavier. Dezembro, 1999. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Areas_de_Atualizacao/Mercado_de_Capitais/fdic.html>

UQBAR. Dicionário de Finanças. Disponível em:
<http://manual.uqbar.com.br/portal/Manual/default/Content?action=2&uri=/Manual/>.

____ **Securitização de Recebíveis: Origem.** Disponível em:
<<http://www.uqbar.com.br/institucional/emque/secritizacao.jsp>>

____ **Anuário: Uqbar 2012: Finanças Estruturadas.** Disponível em:
< http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuario_FE_2012.jsp>